THE SENATE **LE SÉNAT**

THE RISING DOLLAR: EXPLANATION AND ECONOMIC IMPACTS (Volume 2)

Report of the Standing Senate Committee
on
Foreign Affairs

Chair
The Honourable Peter Stollery

Deputy Chair
The Honourable Consiglio Di Nino

November 2003

The fourth report of the Standing Senate Committee on Foreign Affairs

Uncertain Access: The Consequences of U.S. Security and Trade Actions for Canadian Trade Policy
(Volume 1)

can be downloaded at
http://www.senate-senat.ca/foraffetrang.asp

For more information, please contact us
by e-mail: foraffetrang@sen.parl.gc.ca
by phone: (613) 990-0088
toll free: 1 800 267-7362
by mail: Standing Senate Committee on Foreign Affairs, The Senate, Ottawa, Ontario, Canada, K1A 0A4

MEMBERSHIP

The Honourable Peter Stollery, *Chair*

The Honourable Consiglio Di Nino, *Deputy Chair*

and

The Honourable Senators:

Raynell Andreychuk
Jack Austin, P.C.
Pat Carney, P.C.
*Sharon Carstairs, P.C. (or Fernand Robichaud, P.C.)
Eymard G. Corbin
Pierre De Bané, P.C.
John Trevor Eyton
Jerahmiel Grafstein
Alasdair Graham, P.C.
Rose-Marie Losier-Cool
*John Lynch-Staunton (or Noël Kinsella)
Frank W. Mahovlich

* *Ex officio* members

In addition to the Senators indicated above, the Honourable Senators Gérald A. Beaudoin, Roch Bolduc, Maria Chaput, Joseph Day, Edward M. Lawson, Paul J. Massicotte, Pana Merchant, Gerard A. Phalen, Raymond Setlakwe, David P. Smith, P.C., Herbert O. Sparrow, and Terry Stratton were members of the Committee at different times during this study or participated therein during the Second Session of the Thirty-Seventh Parliament.

Staff from the Parliamentary Research Branch of the Library of Parliament:
Peter Berg, Analyst
Michael Holden, Analyst

François Michaud
Clerk of the Committee

104-01501/

ORDER OF REFERENCE

Extract from the *Journals of the Senate* of Thursday, November 21, 2002:

The Honourable Senator Stollery moved, seconded by the Honourable Senator Adams:

THAT the Standing Senate Committee on Foreign Affairs be authorized to examine and report on the Canada – United States of America trade relationship and on the Canada – Mexico trade relationship, with special attention to: a) the Free Trade Agreement of 1988; b) the North American Free Trade Agreement of 1992; c) secure access for Canadian goods and services to the United States and to Mexico, and d) the development of effective dispute settlement mechanisms, all in the context of Canada's economic links with the countries of the Americas and the Doha Round of World Trade Organisation trade negotiations;

THAT the Committee have power to engage such counsel and technical, clerical and other personnel as may be necessary for the performance of this order of reference;

THAT the Committee have power to adjourn from place to place inside and outside Canada for the purpose of this reference; and

THAT the Committee shall present its final report no later than December 19, 2003, and that the Committee shall retain all powers necessary to publicize the findings of the Committee as set forth in its final report until January 31, 2004.

After debate,

With leave of the Senate and pursuant to Rule 30, the motion was modified to read as follows:

THAT the Standing Senate Committee on Foreign Affairs be authorized to examine and report on the Canada – United States of America trade relationship and on the Canada – Mexico trade relationship, with special attention to: a) the Free Trade Agreement of 1988; b) the North American Free Trade Agreement of 1992; c) secure access for Canadian goods and services to the United States and to Mexico, and d) the development of effective dispute settlement mechanisms, all in the context of Canada's economic links with the countries of the Americas and the Doha Round of World Trade Organisation trade negotiations; and

THAT the Committee shall present its final report no later than December 19, 2003, and that the Committee shall retain all powers necessary to publicize the findings of the Committee as set forth in its final report until January 31, 2004.

The question being put on the motion, as modified, it was adopted.

Paul Bélisle
Clerk of the Senate

TABLE OF CONTENTS

Page

INTRODUCTION 1

EXPLAINING THE PERFORMANCE OF THE CANADIAN DOLLAR 2

A. Factors Affecting the Exchange Rate 3
   1. The Performance of the Canadian Economy 4
   2. Economic Conditions Outside Canada 4
   3. World Commodity Prices 5
   4. Interest Rate Differentials 6
   5. Inflation Rate Differentials 7
   6. Investor Confidence and Speculative Investment 8

B. Explaining the Recent Surge in the Canadian Dollar 9
   1. Domestic Conditions 9
   2. Fundamental Weakness in the U.S. Economy 10

C. Where Will the Dollar Go From Here? 12

ECONOMIC EFFECTS OF THE CURRENCY APPRECIATION 14

A. General Impacts on Trade and Investment 15

B. Sectoral And Provincial Effects 18

C. Other Effects on the Canadian Economy 21
   1. Competitiveness and Employment 21
   2. Productivity Gains: A Potential "Upside" 22
   3. Impact on Inflation and Monetary Policy 25

D. Overall Consequences for Growth:
   The News May Not Be As Bad As It Seems 26

A FINAL WORD 29

APPENDICES: 31

APPENDIX I: LIST OF WITNESSES 31

APPENDIX II: SELECTED DOCUMENTS RECEIVED BY THE COMMITTEE FOR THIS STUDY 32

APPENDIX III: WITNESSES WHO CONTRIBUTED
TO VOLUME I OF THIS STUDY 33

THE RISING DOLLAR:

EXPLANATION AND ECONOMIC IMPACTS

INTRODUCTION

With the Canadian dollar having recorded a sizeable appreciation this year, it should come as no surprise that there has been renewed interest among experts and policy makers in the movement in the Canada-U.S. exchange rate and the effects that this movement has had on bilateral trade and the overall Canadian economy. Not a day seems to go by without some discussion of this important topic in the media, in the business community, in political circles, and amongst the general public.

Three factors can explain much of this interest. The first is the sheer rapidity of the dollar's climb, with the currency having risen by about 20% from January to October. While the dollar also experienced significant growth in the late 1980s and early 1990s, the pace of the rise during that period was much less pronounced, enabling Canadian businesses to adjust much more readily. This time, in the face of a sharper rise, the business response has been more challenging.

A second factor is the growing dependence of Canada on trade with the United States, a subject that the Committee has already analyzed extensively in its June 2003 *Uncertain Access: The Consequences Of U.S. Security And Trade Actions For Canadian Trade Policy* report. Canada-U.S. currency fluctuations matter more now than they used to, given this heightened dependence.

Finally, any analysis of the effects of a currency appreciation of the scope and speed of the one that we are now experiencing must not be limited to its impacts on international trade, notwithstanding trade's importance to the domestic economy. This currency "shock" affects all of us, through its impact on Canada's economic growth, on inflation and the monetary policy that the Bank of Canada implements to restrain it, on the domestic employment situation and on the productivity of the economy.

This report begins with a discussion of the trends that have been observed in the dollar's movement, both recent and historical. The determinants of these currency fluctuations over time will then be explained, and consideration given to both internal and external influences on the dollar's recent appreciation. A second element is an assessment of the economic impacts of the dollar's rise, with the trade impact being reviewed from both a general and sectoral point of view. The report concludes with a discussion of the appropriateness of the existing exchange rate regime in Canada.

EXPLAINING THE PERFORMANCE OF THE CANADIAN DOLLAR

The Canadian dollar has appreciated sharply since the beginning of 2003. Valued at under 64 cents US in the first week of the year, the dollar has risen by roughly 20% through October and is trading at over 76 cents US – its highest level in nearly ten years. As Ted Carmichael (Economist, J.P. Morgan Securities Canada) testified, this surge in the value of the Canadian dollar may be unprecedented in the history of Canada's floating exchange rate. It is all the more remarkable given that, except for a five-year period beginning in 1988, the Canadian currency has been in a decline relative to the U.S. dollar since the mid-1970s.(1)

In 1976, the Canadian dollar was trading about at par with the U.S. dollar but fell from about US$1.01 to 76 cents over the next ten years. This trend was reversed temporarily in the late 1980s and early 1990s when the dollar rose from a low of 71 cents US in 1986 to over 87 cents in 1991. However, this rise proved to be short-lived. A wide range of factors contributed to the dollar falling to a low of about 62.5 cents in April 2002.

Chart 1 – The Canada-US Exchange Rate, 1970-2003

Note: 2003 data for January through September Source: Bank of Canada

(1) It is important to note that although the Canadian dollar fell considerably against the US dollar through the 1990s, its performance relative to other major currencies has been more stable.

Although the current rise in the Canadian dollar is attracting considerable attention from experts and policy makers, the fact that the dollar is climbing is not altogether unexpected. Indeed, as Steven James (Director, Economic Analysis and Forecasting Division, Department of Finance Canada) testified, given the positive economic conditions in Canada, economists have been predicting a rise in the value of the Canadian dollar for a number of years. The surprise, therefore, is not the fact that the exchange rate is climbing, but the magnitude and the rapidity of the increase.

A. Factors Affecting the Exchange Rate

Economists have identified, and closely monitor, a broad range of factors known to influence exchange rates. All else being equal, these variables have predictable effects on currency movements. However, since they do not operate in isolation from one another, and since many factors are evident only in hindsight, forecasting or anticipating movements in exchange rates – particularly in the short term – is extremely complex. In fact, as Stephen Poloz (Vice President and Chief Economist, Export Development Canada) wrote in his brief to the Committee, almost any disturbance at all in the domestic or global economy can be shown to affect the exchange rate, making any movement in exchange rates notoriously difficult for economists to anticipate.

The chief difficulty lies in the fact that not only are most of the factors known to affect the Canadian dollar interconnected, but in many cases, any movement in the exchange rate in turn affects the economic conditions that may have precipitated that movement in the first place. For example, a wide margin between exports and imports could result in a large current account surplus in Canada. This surplus implies a flow of dollars into Canada and places upward pressure on the value of the Canadian dollar. However, this increase in the dollar would make Canadian exports more expensive and imports into Canada cheaper and thus close the margin between exports and imports and reduce the current account surplus.

As such, although exchange rate fluctuations are often treated as exogenous shocks to the Canadian economy, the dollar in fact moves in response to prevailing economic conditions and itself influences those conditions as well. As John Murray (Head of International Department, Bank of Canada) stated, exchange rates are not capricious. They move with cause in a way that helps restore macroeconomic balance in Canada.

Despite the complex interaction of factors affecting the exchange rate – in addition to the fact that the exchange rate itself influences economic conditions – witnesses appearing before the Committee were in broad agreement about the major factors that affect exchange rates in Canada. A few of the principal determinants of exchange rate movements are described below.

1. The Performance of the Canadian Economy

The most obvious domestic influence on the Canadian dollar is the health of the Canadian economy. A strong economy makes Canada an attractive place to invest because it offers the potential for solid economic returns. This raises demand for Canadian dollars (to invest in Canada) and pushes up the exchange rate. On the other hand, a relatively weak economy offers more limited investment returns and thus demand for Canadian dollars falls.

It is important to note, however, that economic strength is a relative concept. A prolonged period of robust economic growth in Canada will not result in a higher exchange rate vis-à-vis the United States if that country grows at the same, or a higher rate over the same period.(2) Similarly, weakness in the Canadian economy will not necessarily translate into a lower Canadian dollar if that weakness also exists in the United States.

A number of macroeconomic indicators are frequently used to gauge the fundamental strength of the Canadian economy. Among the more common of these are government fiscal and current account balances. In both cases, these indicators point to future levels of foreign indebtedness. Fiscal and current account deficits imply increased foreign borrowing while surpluses imply foreign lending (or at least reduced foreign borrowing). In the former case, all else being equal, the Canadian dollar would fall while in the latter, it would rise.

Witnesses told the Committee that the Canadian economy has seen a noticeable improvement in recent years. Since the late 1990s, Canada has run consistent surpluses on both the budgetary and current accounts, leading to a considerable decline in net foreign debt. In fact, Canada is the only G-7 country with both a current account surplus and a fiscal surplus. This improvement, especially relative to the US position (discussed further below), is supporting the current appreciation in the Canadian dollar.

2. Economic Conditions Outside Canada

Economic conditions outside Canada also play a major role in determining the value of the Canadian dollar. As mentioned above, a relatively strong Canadian economy can have a positive effect on the Canadian dollar. By extension therefore, economic strength or weakness in foreign countries can also affect their domestic currencies, affecting the exchange rate with the Canadian dollar.

---

(2) Although, if both Canada and the US were to outpace other major world economies, the Canadian dollar would likely rise against those other currencies.

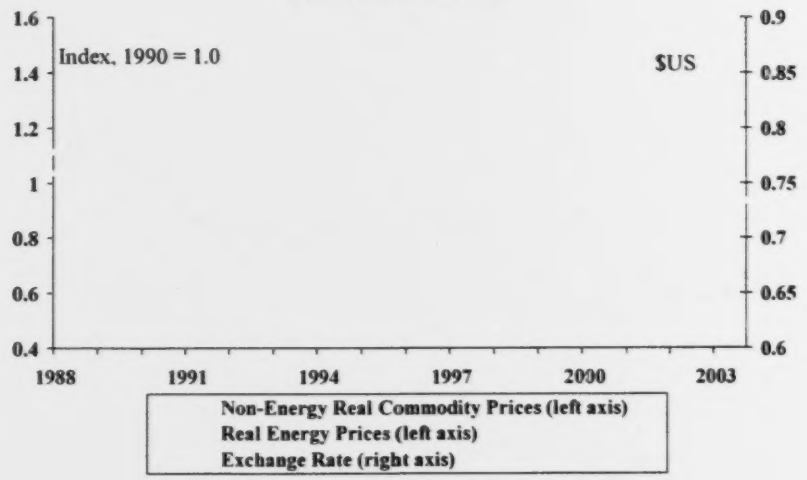
The overall state of the global economy can also have a considerable effect on the value of the Canadian dollar. There are two general reasons why this is so. The first is that in times of economic uncertainty or instability, investors tend to gravitate toward what are considered 'safe' currencies until the uncertainty passes. The U.S. dollar has traditionally been the safe haven of investors. As such, in time of global economic turmoil, the U.S. dollar has typically strengthened relative to most major currencies. Most recently, this occurred during the Asian Financial Crisis and its aftermath, when uncertainty in Asia, Latin America and Russia led investors to flock to U.S. markets.

The second way in which world markets influence the Canadian dollar is through their effect on commodity markets. A strong global economy tends to raise demand for basic commodities while in times of economic weakness, demand falters. The way in which commodity prices affect the Canadian dollar is discussed below.

3. World Commodity Prices

Because Canada is a large producer and net exporter of resource-based goods, the Canadian dollar is often referred to as a commodity-based currency; the performance of the Canadian dollar is correlated to the strength of world commodity prices. If commodity prices are high, then resource-based industries are more profitable, making the Canadian economy stronger and thus attracting investment and placing upward pressure on the Canadian dollar. When commodity prices fall, they undercut revenues for resource-based firms, eroding profits, dampening the domestic economy and pushing down the Canadian dollar.

Chart 2 – Real Commodity Prices and the Canadian Dollar



Note: 2003 data for January through September

Source: Bank of Canada

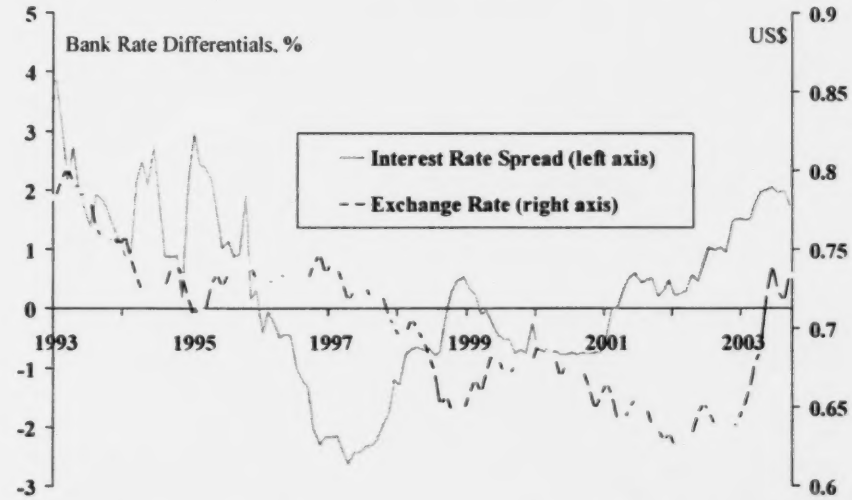
As Steven James pointed out, since movements in the Canadian dollar are correlated to world commodity prices, the exchange rate can act as a buffer against the effects of commodity price fluctuations. A low dollar partially offsets the drawbacks of low commodity prices by making Canadian exports more globally competitive in that low-price environment. Conversely, the benefits of high commodity prices are partially offset by a higher dollar.

Commodity prices were a major factor behind the Canadian dollar's weakness through most of the 1990s. Through the first half of the decade, world non-energy commodity prices were essentially flat, growing in line with Canada's inflation rate. Conditions deteriorated in the second half of the decade, particularly following the Asian Financial Crisis in 1997. Turmoil in the region's financial sector plunged several Asian countries into recession, lowered demand for raw materials and basic goods, causing world commodity prices to fall. Non-energy commodity prices fell by more than 30% from late 1995 to early 1999, with most of the drop taking place in 1997 and 1998. From 1999 onwards, non-energy commodity prices remained weak on average, falling by a further 5.8% through to the end of 2002. For their part, energy prices were also weak through the 1990s, although they have spiked twice in recent years, once in early 2001 when low inventories and strong consumer demand drove prices higher, and again in early 2003 when U.S.-led forces invaded Iraq.

4. Interest Rate Differentials

When Canadian interest rates are higher than those in the U.S. and other countries, Canada becomes a more attractive destination for short-term foreign capital. This results in higher demand for Canadian dollar-denominated short-term assets and thus places upward pressure on the dollar itself. When Canadian interest rates are lower than in the U.S. and other countries, then the opposite holds true and the Canadian dollar typically weakens.

Chart 3 – Interest Rate Spreads and the Canadian Dollar, 1993-2003



Note: 2003 data for January through September

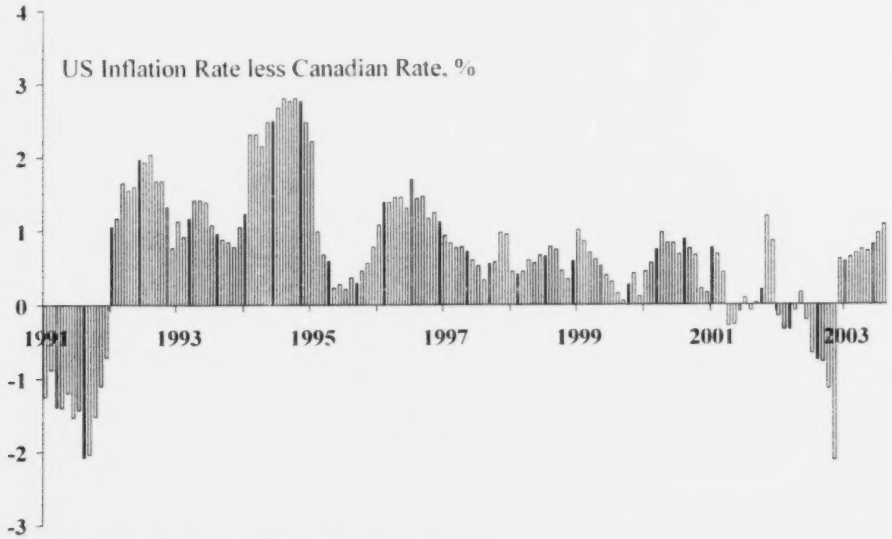
Source: Bank of Canada, Library of Parliament

Although it is not the policy of the Bank of Canada to intervene in exchange rate markets, it has in the past used its influence over interest rates to defend the value of the Canadian dollar. In the late 1990s, for example, the Bank raised interest rates in response to a rapid devaluation of the dollar. Since this move improved the rate of return on Canadian assets relative to U.S. assets, it helped stabilize the value of the currency.

5. Inflation Rate Differentials

Differences in inflation rates between Canada and the U.S. also affect currency movements in the long run. Inflation is the rate at which prices rise over time and thus measures the erosion of the purchasing power of a dollar. If prices in Canada were to rise faster than in the U.S., then over time, this would erode the purchasing power – and thus the value – of the Canadian dollar relative to the U.S. dollar. This would be reflected in a decline in exchange rates over time. Similarly, if inflation in Canada was low compared to in the U.S., there would be some upward pressure on the Canadian dollar as a result.

Chart 4 – Inflation Rate Spreads, 1991-2003



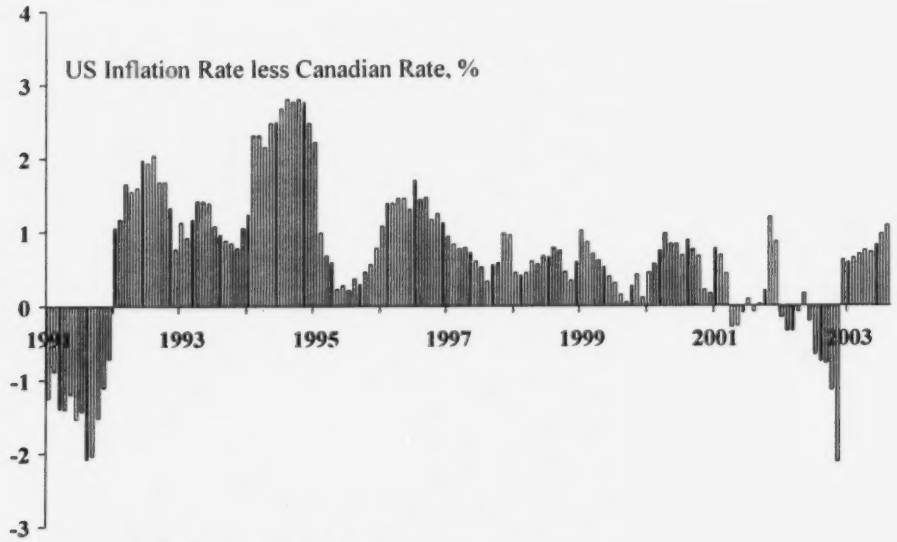
Note: 2003 data for January through September
Source: Bank of Canada, Library of Parliament

The Bank of Canada adopted a low-inflation policy early in the 1990s. That policy, combined with a weaker Canadian economy through the first half of the decade kept domestic demand, and thus price growth, relatively low. As a result, inflation rates in Canada were lower than in the U.S. through most of the 1990s. However, the positive effect of lower inflation was unable to stop the decline in the value of the Canadian dollar over that period.

6. Investor Confidence and Speculative Investment

Several witnesses also identified investor confidence and speculation as factors affecting the exchange rate. For the most part, investor confidence is swayed by economic factors – those mentioned above, for example. However, when assessing future growth prospects, factors such as government policies, perception and political uncertainty can all influence exchange rates. Michael McCracken (Chair, Informetrica Ltd.) suggested that in the early- to mid-1990s, the threat of Quebec separatism created uncertainty about the future of Canada and the Canadian economy. This had a negative effect on investors' views of the Canadian dollar.

Chart 4 – Inflation Rate Spreads, 1991-2003



Note: 2003 data for January through September
Source: Bank of Canada, Library of Parliament

The Bank of Canada adopted a low-inflation policy early in the 1990s. That policy, combined with a weaker Canadian economy through the first half of the decade kept domestic demand, and thus price growth, relatively low. As a result, inflation rates in Canada were lower than in the U.S. through most of the 1990s. However, the positive effect of lower inflation was unable to stop the decline in the value of the Canadian dollar over that period.

6. Investor Confidence and Speculative Investment

Several witnesses also identified investor confidence and speculation as factors affecting the exchange rate. For the most part, investor confidence is swayed by economic factors – those mentioned above, for example. However, when assessing future growth prospects, factors such as government policies, perception and political uncertainty can all influence exchange rates. Michael McCracken (Chair, Informetrica Ltd.) suggested that in the early- to mid-1990s, the threat of Quebec separatism created uncertainty about the future of Canada and the Canadian economy. This had a negative effect on investors' views of the Canadian dollar.

The Committee also received evidence from Stephen Poloz that while exchange rates may ultimately respond to economic fundamentals over the long run, speculative interests will tend to exaggerate those movements in the short run. A rise in the Canadian dollar could become at least partially self-perpetuating if investors begin to buy into the dollar based solely upon the expectation of future growth.(3) The collapse of the tech stock speculative bubble in September 2000 is an extreme example of this sort of speculative investment artificially driving up asset values. Witnesses did not suggest that the Canadian dollar was in danger of a similar scenario, rather that the mere fact that the dollar is rising sharply attracts investor attention.

B. Explaining the Recent Surge in the Canadian Dollar

Of all the factors known to affect the value of the Canadian dollar relative to the U.S. dollar over time, according to John Murray, most long-term movements in the Canadian dollar can be attributed to fluctuations in four of the above-mentioned underlying variables – the difference in Canadian-U.S. inflation rates; interest rate differentials between the two countries; the world price of energy; and the world price of non-energy commodities. While these factors do not explain all movements in the Canadian dollar, they have tracked longer-term changes closely.

1. Domestic Conditions

To some extent, the recent rise in the Canadian dollar is reflective of an improvement in those four factors. The Canadian economy has enjoyed considerable strength in recent years, outpacing GDP growth in the U.S. each year since 1999. While the U.S. Federal Reserve has kept interest rates low in that country in an effort to stimulate economic growth, it has not been incumbent upon Canada to exercise the same tightness in its monetary policy. As shown in Chart 3 above, this has led to a widening gap in interest rates in the two countries. Higher interest rates make Canada a more attractive destination for short-term investment, thus creating more demand for Canadian dollars and pushing the exchange rate higher.

At the same time, data for 2003 to date is showing an improvement in world commodity prices, providing a further boost to the Canadian dollar. Although energy prices have fallen off since February, they remain considerably higher than their levels in early 2002, while non-energy commodities have enjoyed a modest recovery through 2003, rising by over 15% compared to their values of a year earlier.

(3) The opposite would also be true – investors selling the Canadian dollar through the 1990s based on the expectation that it would continue to fall.

For their part, inflation rate differentials were a partial offset to these factors as higher auto insurance premiums and energy prices temporarily drove Canadian inflation rates above those in the U.S. earlier in the year. More recently, inflation in Canada has fallen to about the same levels as in the United States.

The Bank of Canada operates a mathematical model that plots a "simulated" value for the Canadian dollar over time as a function of these four variables. While the Bank's simulation of exchange rate values clearly tracks the actual performance of the Canadian dollar since the mid-1970s, a large gap has emerged since the onset of the current rise in the Canadian dollar. While the simulation suggests that the Canadian dollar should have improved only modestly in 2003, the actual rise in the dollar has been anything but modest.

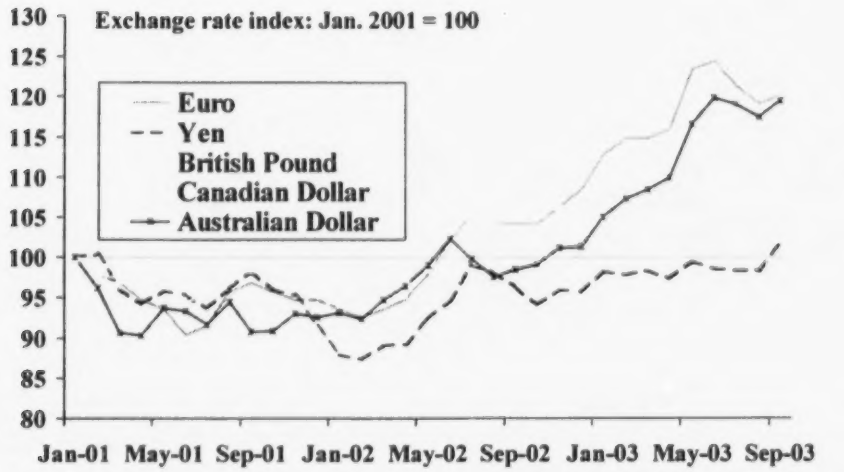
John Murray suggested that there were two possible explanations for the gap between the actual exchange rate and the Bank's simulated rate. The first is that the Bank's model is simply lagging behind the actual value of the Canadian dollar and will begin to rise shortly. This would be similar to the situation in the mid-late 1980s when the Canadian dollar rose sharply in advance of the Bank of Canada's simulation.

The second explanation is that the current rise in the Canadian dollar is representative of more fundamental economic forces at work in the United States. In other words, the current strength in the Canadian dollar is less a result of Canada's relatively sound economic position, as it is of weakness in the United States. This view was widely shared by other witnesses as well. As Don Drummond (Senior Vice President and Chief Economist, TD Economics) stated, "this is not a Canadian phenomenon per se. This is largely ... a weakening of the U.S. dollar."

2. Fundamental Weakness in the U.S. Economy

The idea that the rise in the Canadian dollar is largely a U.S.-based phenomenon is evident in the fact that the Canadian dollar is not the only currency to have appreciated in recent months; most major currencies worldwide have made significant gains against the U.S. dollar in 2003. Indeed, some currencies have appreciated even more rapidly than the Canadian dollar. In particular, the euro has soared versus the U.S. dollar, rising by 28.4% from January 2002 through September 2003. The Australian dollar – another 'commodity currency' like the Canadian dollar has also risen by nearly as much – 28.3% – over the same period.

Chart 5 – World Currencies are Gaining Strength Against the US Dollar



Source: Oanda Corp., Library of Parliament

As Andrew Jackson (Senior Economist, Canadian Labour Congress) described in his brief to the Committee, the driving force behind the falling U.S. dollar is that country's large trade and current account deficits. The United States imports nearly $2 of goods for every dollar of exports and is running a current account deficit of around $600 to $700 billion annually with the rest of the world. This imbalance must be offset by investment. Since the U.S. must raise funds in order to continue to buy imports, it does so by selling assets such as government bonds.

However, investment is not coming from the private sector. Low interest rates and poor stock market returns in the U.S., along with the expectation of further declines in the U.S. dollar, have deterred private investors from buying U.S. dollar-denominated assets. Instead, the U.S. current account deficit has been largely financed by foreign governments, particularly in Asia, who are using U.S. dollar bonds to build up their foreign exchange reserves or, in the case of Japan, to prevent a large increase in the value of the yen. As a result, net foreign debt in the U.S. has soared in recent years, meaning that an increasing proportion of interest payments on U.S. government bonds are flowing out of the United States. As John Murray stated, the U.S. has gone from being the world's largest creditor in the early 1980s to the world's largest debtor today.

The current decline in the value of the U.S. dollar is in large part a response to these conditions. As John Anania (Assistant Chief Economist, RBC Financial Group) stated, with Americans and their governments borrowing heavily, "people are no longer interested in blindly financing the current account deficit in the U.S., something has to give and in the balance, that is the U.S. dollar. It has to depreciate to attract that capital into the U.S. right now." Stephen Poloz agreed, testifying that exchange rates are in a sense, the "ultimate general equilibrium variable," working to keep the economic system in balance. A lower U.S. dollar will make that country's exports more competitive, raise the price of imports and thus help alleviate its trade and current account deficits.

However, the extent to which a lower U.S. dollar will correct these imbalances is limited. A lower dollar will likely improve U.S. trade balances with Canada and the EU, but as John Murray pointed out, the United States' largest trade deficits are with China and other emerging Asian countries. In many cases, these countries' currencies are pegged to the U.S. dollar and as such, a devaluation in the U.S. dollar will not improve the terms of trade with these Asian countries. This factor is contributing to the recent pressure by the U.S. on China to revalue its currency.

C. Where Will the Dollar Go From Here?

Although normally such a rapid appreciation in the Canadian dollar might not be considered stable, witnesses were in widespread agreement that the current rise in the Canadian dollar would not be temporary. Instead, it is an appropriate reflection of a change in economic conditions in Canada, the US and around the world. Indeed, no witnesses were surprised at the fact of the dollar rising in 2003; economic conditions had pointed towards such a rise for a number of years. It is primarily the rapidity of the appreciation that was unexpected.

A major reason that witnesses expected a rise in the exchange rate is the view that the Canadian dollar has been undervalued relative to the U.S. dollar for some time. Andrew Sharpe (Executive Director, Centre for the Study of Living Standards) stated that, according to the notion of purchasing power parity (PPP) – a measure of the long-term equilibrium value of the exchange rate at which the price of goods and services in two countries are approximately equal – the Canadian dollar is worth about 84 or 85 cents US.

Other witnesses proposed different measures of what the "appropriate" level of the Canadian dollar relative to the US dollar should be in the near term. John Anania and Jim Stanford (Economist, Canadian Auto Workers) both stated that unit labour costs in Canada and the US were about equal when the Canadian dollar was in the low 70-cent range while George Vasic (Chief Canadian Economist, UBS Securities Canada Inc.) suggested that a trade-weighted basket of Canadian commodity exports indicated a similar value for the dollar.

Of all the witnesses appearing before the Committee, not one suggested that economic forces would push the Canadian dollar back to the 63-cent range in the foreseeable future.(4) The main reason for this belief is the view that, while Canadian economic conditions are much improved today compared to the mid-1990s, the appreciation in the Canadian dollar is in fact chiefly the result of a depreciation in the US dollar against most world currencies.

When asked for his view on the future direction of the Canadian dollar, Don Drummond testified that "the backdrop is that you have to believe the US dollar will continue to weaken. They have a huge current account deficit of over 5 per cent of their economy and now their federal government is running about 5 per cent deficits. Almost all their states have deficits. There is no reason to think that Canada will not be on the upside of that. We are roughly in fiscal balance. We have current account surpluses, higher interest rates and commodity prices are firm. The direction [of the Canadian dollar] will be up."

Some witnesses had alternative hypotheses to explain the decline in the US dollar, but agreed that a lower US dollar was likely here to stay. According to Stephen Poloz, the US dollar had been overvalued since the late 1990s because global economic uncertainty since that time led investors to flock to 'safe' currencies like the US dollar, driving its value higher. Anticipating a return to more stable economic conditions in the near future, Mr. Poloz stated that the current devaluation in the US dollar is, in essence, a return to more 'normal' conditions.

Furthermore, the Committee heard evidence that the decline in the US dollar was taking place with the implicit approval of the US administration. As Ted Carmichael stated, given the ballooning current account deficit and the lack of growth in employment and the economy in general, the US is hopeful that a weaker dollar will increase export competitiveness, stem job losses in manufacturing and stimulate economic growth in that country.

All this is to suggest that the consensus view of the witnesses was that the Canadian dollar will likely continue to be stronger into the near future. The only remaining question is how high it will climb. On this point, many witnesses were reluctant to speculate. The Committee heard that most recent economic projections called for the dollar to reach about 78 cents US or even to pass 80 cents. As Don Drummond stated, his most recent forecast in September called for a 78-cent dollar by mid-2004. However, he admitted that he did not anticipate the dollar reaching 76 cents by the third week of October. For his part, John Anania did not anticipate a specific value for the dollar, but summarised the consensus view appropriately: "The key is that we do not think it [the dollar] is going to fall back down. We think the Canadian dollar will remain valued at today's levels and perhaps increase in 2004 and 2005."

(4) However, some, like Jim Stanford, believed that the Bank of Canada should intervene in exchange rate markets by lowering interest rates and pushing the Canadian dollar lower.

ECONOMIC EFFECTS OF THE CURRENCY APPRECIATION

As this Committee's June 2003 report noted, there is no doubt that the exchange rate has historically been an important determinant of our trade performance with the United States. The report also observed that the economic growth differential between the U.S. and Canada contributed heavily to a healthy Canadian export scenario.

Most witnesses appearing before the Committee confirmed these observations. John Murray informed the Committee that the low value of the Canadian currency since the mid-1990s was "one of the important reasons for our strong and improving external position. It is not the only one, however. Other important reasons are the free trade agreement and the remarkable growth of the U.S. economy, as well as the fact that it was hitting its capacity limits whereas we were not, so we were a natural source of products and services to meet that rising demand."

A number of witnesses suggested that the stronger growth south of the border was, in fact, the single most important factor affecting our exports during the 1990s. Steven James mentioned that the exchange rate had not been the only influence driving Canadian exports in the 1990s. He included the North American free trade agreements and the more outward orientation of Canadian firms generally, but especially pointed to the strength of the U.S. economy as a significant factor. James noted the positive current forecasts of robust U.S. economic growth and remarked that such growth, if it were to come about, would be very positive for our export industries.

Someshwar Rao (Director, Strategic Investment Analysis, Industry Canada) provided charts to the Committee suggesting that the strength of the U.S. economy was the principal "driver" of Canada's export performance in the 1990s, although the depreciation of our currency was another important reason for the high export growth. The Canada-U.S. Free Trade Agreement and the North American Free Trade Agreement were considerably less influential, in his view.

Stephen Poloz, in a submission received by the Committee, suggested that the weakness of the Canadian dollar, together with the economic growth differentials between Canada and the U.S., were responsible for the vast majority of the export gains realized during the 1992-2002 period. He placed priority on the latter influence, noting that "trade flows around the world are dictated much less by exchange rates and more by economic growth differentials." George Vasic concurred with this point of view.

While recognizing that the decline in the value of the Canadian dollar had been an important factor in driving trade with the U.S., Don Drummond did not believe that it was the dominant factor. Instead, he tended to place a lot of weight on the importance of free trade agreements. He made the point that even though the dollar had been in a steady state of decline since the early 1970s, trade flows did not really begin to rise relative to the economy until the trade liberalization occurred.

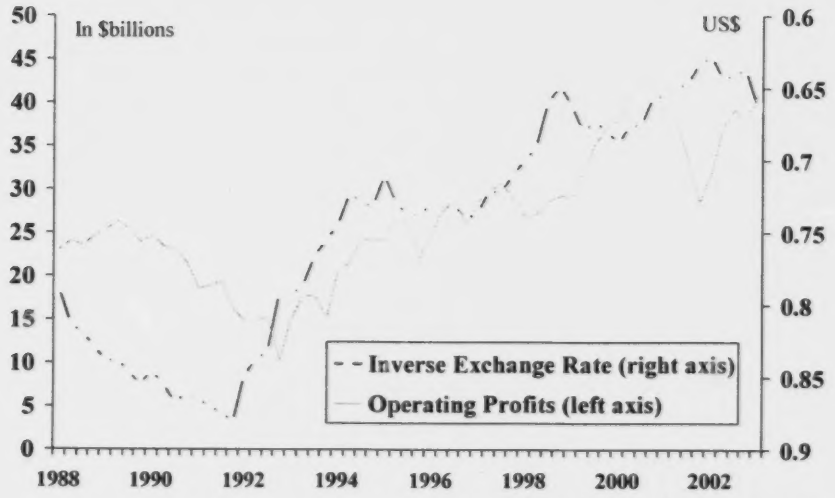
It is possible to surmise that the effects of the currency changes occurring during the 1990s could have been different had the speed of the currency's decline over the 1990s been more pronounced and had firms been in a more difficult position to adjust appropriately. As a number of witnesses observed, the situation now is not the same in that, we are facing a currency shock encompassing a speed of change that is virtually unprecedented.

A. General Impacts on Trade and Investment

So how are the impacts of the current dollar appreciation being felt? First, there is no doubt that some exporters are curtailing shipments to the U.S. and potentially seeking other markets for their products, just like there are firms importing for the Canadian market who would benefit from the dollar's rise since they can now purchase U.S.-made products at a reduced cost. For these importers, their sales and profits stand to rise owing to the currency appreciation.

Other Canadian exporters are reacting to this appreciation not by raising prices or curtailing product shipments to the U.S. but by enduring a lower rate of profit. Many of Canada's exports, most notably commodities, automotive and electronic products, are priced in U.S. dollars. In these situations, the rise in the dollar would not alter the selling prices – the prices that the buyers would pay. What would change is the price the exporter in Canada receives as the U.S. dollar export revenues are converted into domestic currency at the now higher exchange rate. The conversion of sales to the U.S. market from U.S. dollars to Canadian dollars in financial statements will tend to reduce reported profits. As Stephen Poloz remarked, companies could attempt to recover the profit reduction at some future point or respond to the currency change by boosting efficiency and trimming costs so as to restore their profit margins. On the latter point, George Vasic categorized current profits as being quite high so that any resulting adjustments could be "either delayed or muted." He generally felt that Canada was fortunately in a favourable economic position to endure the currency appreciation.

Chart 6 - The Exchange Rate and Operating Profits of Canadian Corporations



Source: Statistics Canada, Library of Parliament

Finally, in those instances where exports are not priced in U.S. dollars, some Canadian companies may have to lower prices in order not to lose market share either to American producers or increasingly, to low-cost manufacturers such as China. Regardless of whether the product is priced in U.S. dollars or not, the exporter would continue to price to its foreign market.(5)

Fortunately, the story is not all one-sided. In any analysis of the effects of currency movements on trade, one must look at the interaction between shifts in the level of the real exchange rate and Canada's net exports (exports less imports). That is, the effect on imports must be examined as well. As John Murray stated before the Committee, "appreciations have an upside in terms of lower cost of imports and, more specifically, cheaper capital goods, making investment in Canada easier and cheaper and, potentially, but at the margin, promoting productivity growth in this country."

(5) Andrew Jackson informed the Committee that commodity exports to countries other than the U.S. were also affected by the change in the value of the U.S. dollar, since those commodities are priced in U.S. dollars.

Steven James pointed to a "substitution of domestic demand away from domestic production and toward imports," although he did indicate that the magnitude of the pass-through of the higher Canadian dollar into lower import prices could be less now than was previously the case. He also referred to the lower cost of imported materials, parts, machinery and equipment that now prevailed and that, given that a full 80% of Canadian machinery and equipment is imported, "to the extent that lower prices would boost investment you could see higher productivity growth in Canada going forward and higher potential output growth as well."

The existence of more affordable imports is important since, as Stephen Poloz pointed out, Canadian exports today contain approximately 40% in imported content. While exporters are generally believed to suffer from a rising dollar, manufacturing firms tend to import parts, and especially machinery, from the U.S. and thus they will benefit from a rising dollar (i.e., their input costs will fall). According to Mr. Poloz, manufacturers are much more likely to be partly "globalized" so that the decline in the cost of imported components would improve their profit margins. The bottom line is that the adverse effect of the currency appreciation would be muted somewhat.

In terms of actual numbers, exports to the U.S. have registered a significant drop in 2003. In the January-August 2003 period, exports to the U.S. declined by 3.0% from corresponding 2002 figures. This result contrasts with the rise recorded in our exports to other countries of 3.5%.

It is important to note, however, that while exports to the U.S. have fallen through 2003 to date, this decline cannot necessarily be attributed to the effects of the rising dollar. In addition to the effect of the ongoing U.S. partial ban on beef imports from Canada this year, 2003 marks the third year in a row that exports to the U.S. have declined. In 2001, exports to the US fell by 2.1%, followed by a 1.8% drop in 2002. In both years, the drop in exports occurred while the Canadian dollar was near record low levels.

On the other side of the ledger, imports from the U.S. through 2003 were down by 5.2%, versus an increase of 2.8% for other countries. While this result is surprising, since imports from the U.S. are now considerably cheaper, other factors may be at play. One explanation, provided by George Vasic, is that with such a substantial amount of our exports containing imported content, any reduction in our exports would cause the need for the associated imported product to fall as well.

This seemingly unprecedented increase in the currency has led some to the conclusion that trade diversification away from the U.S. could leave Canada less vulnerable to rapid changes in currency values. In its June 2003 report on the Canada-U.S. trade relationship, this Committee stressed the urgency of diversifying Canada's trade. We argued that "Canada would be better off if its trade dependence on its single largest market to the south was reduced. This does not mean that our trade with the U.S. should stop growing but rather that trade with other countries should expand at a higher rate." Undoubtedly, the swift currency appreciation by itself will cause some trade diversification to occur, although the extent of such a shift is not yet fully known.

However, greater effort may have to be expended by the federal government "to aggressively seek out comprehensive free trade agreements in Europe and Asia," as our report also stated. This view was supported by Michael McCracken, who urged the government to "expand export opportunities where you can find them" and to "try to get these other opportunities to happen rather than just chatter about them." Both Andrew Jackson and Don Drummond also saw the merits of greater export diversification, even if the latter referred to it as a "heroic objective" given that transportation costs for accessing the U.S. market are low and the two countries' consumer tastes are similar. In terms of priority target markets, Drummond identified China as one with significant potential for Canada.

Finally, several witnesses told the Committee that a stronger Canadian dollar relative to that of the U.S. will make the existing assets of Canadian companies more expensive for potential American investors. In this situation, therefore, it would not be unreasonable to expect a reduction in the purchases of such assets to occur.

B. Sectoral And Provincial Effects

While the recent increase in the Canadian dollar-U.S. dollar exchange rate represents a shock for our export-oriented and import-competing industries, the impacts across industrial sectors are uneven. Focusing on the former set of industries, largely found in the manufacturing sector, the effect of a currency appreciation depends on both (a) export reliance (i.e., the ratio of exports to production) and (b) import content. While there is no question that the quick rise in the value of the dollar has harmed Canada's export performance and company profitability, it is not the case that all exporters will experience sharply negative effects.

The first variable to consider is the level of export dependence. According to analysis by the TD Bank Financial Group, five industries, accounting for two-thirds of manufacturing production, rely on exports for at least 50% of their production: transportation equipment, forest products, computer and electronic, machinery, and electrical equipment and components.(6) According to Don Drummond, forestry-related industries are extremely sensitive to exchange rate changes, given that they export almost their entire output.

To examine export dependency is insufficient, however; one must also consider the ratio of imported inputs to production. For example, Canada imports as much as 80% of its machinery and equipment, the declining cost of which will help capital-intensive companies deal with the currency shock. The larger the above ratio, the less affected by a rising dollar companies will be.

---

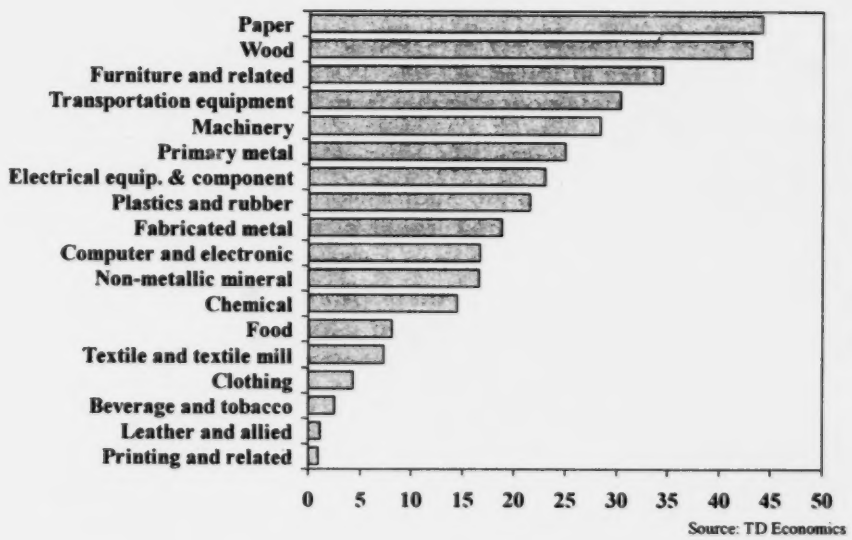
(6) "This Year's Canadian Dollar Rally Will Hit Exporters Hard," *TD Economics Topic Paper*, TD Bank Financial Group, July 24, 2003, p. 2. (available at http://www.td.com/economics).

The amount of imported content varies by industry, with those with high foreign content in their exports being hurt the least from a currency appreciation. As it turns out, the transportation equipment industry that is so export dependent also displays the highest ratio of imports to total production. Other sectors displaying high levels of import content include computer and electronic, textile and textile mills, clothing and leather production.(7)

In contrast, industries with relatively low foreign content in their exports are typically the most affected by a rise in the value of the Canadian dollar, in that the low use of imported parts and components does not enable firms to profit from the suddenly cheaper value of imports. Examples of industries at the low end of the import content scale are the wood and paper industries, which import very little; the food, beverage and tobacco industries; and non-metallic minerals.(8)

The real measure of exchange rate risk is derived by subtracting the industry import ratios from the export ratios to obtain estimates of the net export reliance for each industry. Once the import content is factored in to the initial export dependence numbers, it becomes evident that the most susceptible to the exchange-rate risk are the paper and wood industries. These industries, apart from having already been hard hit by 27% U.S. customs duties, display both a high export orientation and low import content.

Chart 7 - Net Export Reliance of Canadian Manufacturing Industries



Source: TD Economics

(7) *Ibid.*, p. 3.

(8) *Ibid.*, p. 3.

Not withstanding the fact that his industry embodies a high degree of import content, and should be partially aided by a rise in the Canadian dollar, Jim Stanford pointed out that the automotive products sector (assembled vehicles and parts) had already experienced a 50% decrease in the net trade surplus in the first half of 2003. If the dollar were to remain at 75 cents or higher, the surplus would be totally eliminated. He also said that while exports of energy products and other resources, apart from lumber, were "booming," those of technology-intensive products were not faring as well.

As Stephen Poloz and George Vasic reminded the Committee, Canada's trade with the US is not composed solely of merchandise, but it has a strong service sector component as well. According to Mr. Poloz, services currently account for approximately 20% of total Canadian exports. However, as Don Drummond pointed out, the services sector is much more oriented towards the domestic market than is the goods sector. In general, therefore, a higher dollar will have less of an impact on economic activity in services.

In cases where Canadian companies do export services, the effect of a high dollar is the same as with goods exports. However, in many cases, the impact will be more dramatic because, as Stephen Poloz stated, service industries tend to have higher Canadian content than goods industries. The most severely hit industry in Canada is likely tourism. A higher Canadian dollar makes it cheaper for Canadians to travel abroad, but more expensive for international visitors to Canada. Since Canadian tourism is composed of essentially 100% Canadian content, that industry does not benefit at all from lower import prices.

However, as John Anania observed, a number of Canadian service industries, which may not be export-driven, will benefit from a higher Canadian dollar. Education, finance, insurance and real estate services all have high investment rates and capital stocks. Since computers, software and other machinery and equipment are manufactured abroad, a high dollar lowers the cost of purchasing those goods. For their part, import-driven industries like retail and wholesale trade will benefit considerably from lower-priced goods from abroad.

As a final observation, one could assess which provinces have been most affected by the rise in the value of the currency. As the submission from Don Drummond pointed out, the answer to this question depends on their relative export intensities and their industrial structure. Quebec and Ontario appear to have been the most adversely affected in the aggregate, with British Columbia a close third owing to its dominant forest industries. Notwithstanding this analysis, Drummond urged Committee members to place greater emphasis when considering the currency issue on sectoral rather than regional effects.

C. Other Effects on the Canadian Economy

1. Competitiveness and Employment

Jim Stanford attributed much of the job growth since the mid-1990s (450,000 net new manufacturing jobs), increased competitiveness of Canadian investment locations, higher standard of living and overall economic prosperity to the low value of the Canadian dollar. "Our economy, by virtually every real indicator you can imagine, improved by leaps and bounds since the mid 1990s, and the fact that our currency was at low levels was a crucial part of that."

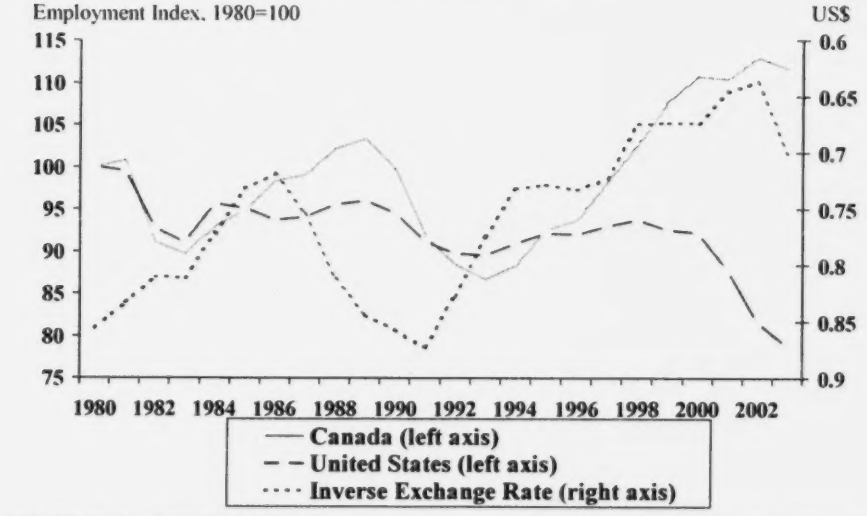
With the higher dollar, the competitiveness situation has now changed. A key indicator that economists use to measure international competitiveness is "unit labour costs," or the labour costs associated with producing one unit of output. According to Mr. Stanford, unit labour costs in manufacturing are equalized between the two countries at an exchange rate of approximately 72 cents US. At this level, the labour cost savings just offset the gap in relative productivity gap between Canada and the United States. Mr. Stanford informed Committee members that "we need an exchange rate of U.S. 72 cents or lower so that we can maintain the absolute level of unit labour costs in Canadian manufacturing at a competitive level." If the dollar were to track any higher than 72 cents, it would become more expensive to produce here than in the U.S. and, according to Mr. Stanford, there would be an incentive to move production back south of the border.

With the Canadian dollar now trading at over 76 cents U.S., Canada's labour cost advantage over the U.S. has been eliminated. Moreover, relative productivity in Canada slumped in the first half of this year in conjunction with both a decline in domestic output growth and the productivity improvements south of the border.

These developments have dramatically affected Canada's relative competitive position in the short term. The rapid rise of the dollar has harmed profit margins across all export-oriented industries and this profit squeeze is forcing Canadian firms to lower costs and improve productivity in order to defend profit margins.

This points to a stagnation or reversal of Canada's healthy employment gains of 2002. Not only have manufacturers tried to lower costs by reducing employment levels, but the rise in the Canada-U.S. exchange rate has also made the hiring of new labour less attractive relative to capital (i.e., machinery and equipment), because the currency's appreciation has lowered the cost of capital imports. All told, the first half of the year saw a net loss of 64,000 manufacturing jobs in Canada.

Chart 8 - Manufacturing Employment in Canada and the United States, 1980-2003[1]



Note: 2003 data for January through September

Source: Statistics Canada, Library of Parliament

Admittedly, not all of these job losses can be attributed exclusively to the currency appreciation. More difficult economic conditions in the first half of 2003 could account for many of the employment reductions. Another point to consider is that the dollar's appreciation could well benefit Canadians in the future through a possible improvement in productivity, as the next section of the report will discuss.

2. Productivity Gains: A Potential "Upside"

A number of witnesses told the Committee that one of the most important impacts of a stronger currency was the effect it would have on productivity in Canada. Productivity is key to the long-run improvement of living standards. Increasing economic output per unit of input improves international competitiveness which, in turn, can lead to higher output, profits, wages and, in the long run, employment gains. Most witnesses felt that an increase in the Canadian dollar would have a positive effect on productivity – the "silver lining" of a higher dollar, as George Vasic stated.

Andrew Sharpe identified four channels through which exchange rates are believed to affect productivity. In two cases, a high exchange rate is believed to positively affect productivity while the other two cases are thought to have the opposite effect.

The first channel is the exchange rate sheltering hypothesis, also known as the "lazy manufacturers hypothesis." According to this theory, lower exchange rates increase firms' relative international competitiveness, making them more profitable but reducing the incentive to make productivity-enhancing investments. A number of witnesses dismissed this theory as largely implausible. As Jim Stanford stated, "The level of competition amongst Canadian manufacturers is incredibly intense – there is no gentlemen's club where they sit down together to talk about the economy. They are out to eat each other's lunch. Moreover, anyone can come to Canada and take advantage of those relative low prices with a low dollar and still use new technology and new productivity to improve their profit margins." The Committee also heard that a low dollar only increases competitiveness with respect to foreign suppliers; domestic competition remains unaffected.

The second channel is the factor price hypothesis. As alluded to above, when the exchange rate appreciates, this should make the use of capital more attractive than labour in the production process since the exchange rate affects the cost of imported equipment and software more than the cost of labour. Over time this would lead to an increase in the use of capital, a decrease in labour intensity, and an improvement in productivity.

The third way in which exchange rates can affect productivity is by affecting firms' capacity to invest (the productivity investment effect). Since a lower exchange rate increases competitiveness and profitability, it leaves firms with more money to invest in productivity-enhancing improvements.

Finally, there is the foreign investment effect. Lower exchange rates make it more attractive for foreign companies to invest in Canada because of the resulting lower labour costs. Firms can bring their machinery, equipment and technological innovations to Canada, potentially leading to strong productivity gains. This effect is limited, however, by the extent to which Canada attracts foreign direct investment.

On balance, Andrew Sharpe felt that a stronger dollar would, in most sectors, increase productivity and competitiveness. Most witnesses agreed – largely because of the effects of the factor price hypothesis. Canadian firms import up to 80% of their equipment, machinery and software from the United States. As John Anania stated, "we have found in the past that Canadian companies tend to depend a little bit more on labour than capital. That has key implications, as far as labour productivity is concerned. The larger your capital stock, the more productive your labour force will be." As such, the substitution of capital for labour raises productivity, potentially offsetting any loss in export competitiveness because of the higher dollar.

How the various industries will benefit (from an investment point of view) from a higher dollar depends on the amount of machinery, equipment and software used in the production process in relation to the value added that the industries in question contribute. Within the manufacturing sector, capital-intensive industries such as primary metals, oil and gas, chemicals and paper head the list. Apart from manufacturing, education and related services, truck transportation, broadcasting and telecommunications and agriculture also stand out.(9)

Not all of the witnesses, however, were disciples of the "high dollar high productivity" scenario. Jim Stanford argued for the productivity investment effect – that the existence of a low dollar would strengthen productivity and that a higher dollar would cause profit margins to decline. In turn, lower profits would result in less money being available for investment purposes.

This view was shared by Michael McCracken, who pointed out that a currency appreciation would dampen retained earnings and corporate profits, thereby reducing investment flows. He noted that ultimately how industries react to cheaper imports of machinery and equipment will depend on what the adverse effects of the currency appreciation on the industry or sector in question are.

In his brief to the Committee, Andrew Jackson supported the foreign investment effect. He remarked that the fall in the value of the dollar in the 1990s had "helped compensate for the relatively poor investment record of Canadian business, particularly investment in new plants and in research and development," by attracting new foreign investment in a number of economic sectors.

Still another witness, Someshwar Rao, suggested that the focus on the currency and its effect on productivity may be misplaced. "The problem seems to be in the future. If we want to improve our trade performance, it is not so much the dollar that we should worry about – we cannot control the dollar – but it is the productivity that we have to worry about. That will improve our real wages and at the same time improve our cost position and trade performance."

In his submission to the Committee, Mr. Rao observed that the improvement in Canada's cost competitiveness relative to the U.S. can be entirely attributed to the depreciation of the currency. However, increased cost competitiveness does not automatically translate into a rise in a country's standard of living unless it is brought about through an increase in productivity. On that score, Canada has not performed very well as its labour productivity in manufacturing rose by only 50% of the U.S. rate in the 1990-2002 period. By 2002, the economy-wide labour productivity level gap between the two countries was 16% and that in manufacturing a full 35%.

(9) "Hidden benefits of a stronger Canadian dollar," *Current Analysis*, RBC Financial Group, May 2003, p. 3.

Don Drummond agreed that improving productivity growth was of critical importance to the long-run success of the Canadian economy, trumping the issue of the appreciating Canadian dollar. He stated "I do not think the fluctuations or the rise in the dollar are the main issue. The main issue for the Canadian economy is our substandard productivity performance vis-à-vis the United States. If we can find the key to resolving that, our dollar would probably continue to rise under those circumstances, but we would probably not care much about it. We would be in a competitive position and our standard of living would rise."

3. Impact on Inflation and Monetary Policy

Will the appreciation of the Canadian dollar lead to lower inflation and, if so, will that development lead the Bank of Canada to lower interest rates? Undoubtedly, exchange rate movements can have a direct effect on the prices of traded goods and services and, thus, on inflation. The recent appreciation of the Canadian dollar should result in a dampening of the growth in the Consumer Price Index (CPI), a commonly used measure of inflation. A higher dollar lowers the cost of imports while leaving the cost of domestically-produced goods unchanged. It should be noted, though, that Bank of Canada research reveals that in countries such as Canada, the impact of currency fluctuations on consumer prices during low inflation periods (such as the one now being experienced) has been far more modest than those experienced during high inflation periods.

At the present time, movements in the value of the dollar do not play a large role in shaping Canadian monetary policy; the Bank of Canada is almost exclusively focused on guarding against inflation. Whenever a sizeable currency movement occurs, the Bank of Canada attempts to determine if the change has been caused by fundamentals or by a loss of confidence. In the former case, it normally refrains from taking action based on simply the exchange rate level. For example, it decided in mid-October not to raise interest rates, sensing that other positive economic developments (e.g., the strength of the U.S. economy and its demand for Canadian exports; the rebound in the global economy as evidenced by the surge in commodity prices) were serving as offsets to the exchange-rate effect.

The Committee heard mixed views on whether the Bank of Canada should more explicitly take into account fluctuations in the Canada-U.S. exchange rate when conducting its monetary policy. Stephen Poloz informed the Committee that maintaining the overriding objective of the Bank to achieve a low, stable inflation rate represented an appropriate monetary policy. To him, achieving stability in the rate of inflation implies that, over time, the economy will attain an output level approaching full employment. Andrew Sharpe and John Anania also voiced their approval of the Bank's current policy direction.

However, not everyone appearing before the Committee shared these views. Other witnesses informed the Committee that the Bank of Canada should broaden its focus to help moderate the effects of the currency fluctuations. For example, Mike McCracken told the Committee that the Bank of Canada should concentrate on more than just the CPI and that the federal government should respond to the current exchange-rate situation with lower interest rates. The latter suggestion was echoed by Andrew Jackson in his submission to the Committee.

Jim Stanford also argued that the Bank of Canada should devote greater attention to the exchange rate in its conduct of monetary policy. In essence, he believed that the Bank should adopt a broader and more flexible monetary policy rule, as opposed to simply targeting inflation.

D. Overall Consequences for Growth: The News May Not Be As Bad As It Seems

Economic theory informs us that an appreciation of the dollar will impose transitional costs on the Canadian economy, lowering Canadian exports, raising our imports, negatively affecting our trade balance and lessening this country's GDP growth rate. Experts generally predict that the strong Canadian dollar will restrict economic growth both this year as well as in 2004.

However, forecasts of the consequence of a currency appreciation can vary. As Don Drummond noted, a Bank of Canada model indicates that the combined 12% rise in the Canadian dollar in the first half of 2003 would lead to a 1.8 percentage point reduction in real economic growth over the next 12 months. For its part, the federal Department of Finance calls for a reduction in GDP growth of roughly 1% in both 2003 and 2004.

In his appearance before the Committee, Stephen Poloz cast additional doubts on the accuracy of forecasting the impacts of currency changes on growth. He suggested that the typical rule of thumb for an open economy such as Canada is that a 1% appreciation leads to a 0.3% decline in our GDP during the following 12 months. However, he argued that it is virtually impossible to determine the effects of movements in the exchange rate on the Canadian economy. As the argument goes, the effect of currency fluctuations depends on the source of the movement so that the above simple theoretical analysis does not always work. Moreover, the Canadian economy is changing, so that any effects are more uncertain over time. In other words, the observed relationship between the dollar and the economy is fundamentally ambiguous.

Regardless of whether or not it is possible to precisely determine the impact of the currency appreciation on the Canadian economy, Donald Drummond cautioned that the effect may not be so dramatic as compared to previous appreciations because: (a) many Canadian firms have hedged their foreign currency positions to guard against exchange-rate fluctuations; (b) the import content of our exports has grown, and the dollar's decline and associated drop in the price of these imports serves as a useful offset for firms' profit situation; (c) more and more Canadian firms are borrowing in U.S. dollars, serving as an offset to the rising dollar because the cost of their loans has been reduced; and (d) increasing numbers of Canadian firms are generating US dollars in their U.S. operations.

Most importantly, four other points need to be made to mollify existing concerns about the adverse effect of the rising dollar on the Canadian economy. The first is the potential for productivity gains, which has been already discussed in the report. Reduced costs and enhanced productivity are essential to future competitiveness and long-term economic growth. Second, a strong Canadian dollar boosts the real purchasing power and net worth of Canadian consumers and investors. It can be thought of as the equivalent of a national pay hike for many in society. Third, the U.S. economic recovery in the past few months has been very robust, and forecasts generally expect a continuation of this positive performance into 2004. A spirited expansion of the U.S. economy should generate additional demand for Canadian exports and, therefore, positive economic growth. Some experts, in fact, suggest that such a development could dwarf the effects of the currency rise on our trade performance. According to Stephen Poloz, "the Canadian economy will see solid growth next year and it will see increased international trade in spite of and because of the rise in the Canadian dollar."

Chart 9 - The Relationship Between Canadian Exports and US GDP Growth

Source: Statistics Canada, Library of Parliament

Fourth, the global recovery underway is causing a surge in basic commodity prices, a development that is of benefit to Canada. For example, as Mr. Poloz indicated to the Committee, the world price of nickel had increased by a full 70% during the past year, more than offsetting the effects of the concurrent rise in the Canadian dollar.

In sum, while the currency appreciation has been unprecedented in terms of its speed and there will no doubt be costs in the transition to a more appropriate valuation of the Canadian dollar, the Committee was informed that many of the effects of the exchange rate development may be offset by other developments in the North American (e.g., strong U.S. economic growth) and global economies (e.g., higher commodity prices). At the same time, many witnesses noted that a higher dollar presents the opportunity for productivity gains, an improvement in our international buying power and a higher standard of living in Canada.

A FINAL WORD

As a final consideration, the Committee also received evidence on what form of exchange rate regime would be best for Canada. Other than the period from 1962 to 1970, during which Canada's exchange rate with the United States was fixed, market forces have determined the value of the Canadian dollar from World War II to the present. Since 1971, when the U.S. delinked its dollar from gold, Canada's monetary system has been anchored exclusively by flexible exchange rates. No other developed country can claim such a sustained and generally crisis-free track record with flexible rates.

The Committee, in its June 2003 report, had already expressed its concern that the costs of abandoning the Canadian currency (i.e., loss of the dollar as a "shock absorber," elimination of sovereignty over monetary policy) would far exceed any reduction in transactions costs that could arise from a monetary union with the U.S.

Virtually all of the witnesses appearing before the Committee agreed that the exchange-rate flexibility currently in place continues to be the best option for Canada, and that there is no need to consider alternative exchange rate systems. John Murray informed the Committee that not only does short-run exchange volatility impose only limited costs, currency flexibility offers important advantages such as policy independence and the ability of the currency to partially insulate the Canadian economy from external economic shocks. Andrew Sharpe concurred with the importance of having an adjustment mechanism in place to shelter the economy from such shocks.

Jim Stanford was of the opinion that the "policy independence granted by the exchange rate, as well as the shock-absorbing features of it, are important, particularly if we were to consider a monetary union or common currency because we would lose the ability to set domestic interest rates. That would be a huge mistake." According to Mr. Stanford, the introduction of a common currency would equal dollarization, with the most that Canada could anticipate receiving from this monetary development would be one seat on the Federal Reserve Board.

The view that a monetary union, involving a brand new North American currency, was not in the cards was also shared by Don Drummond. For him, a common currency between Canada and the U.S. should only be considered if the structure of the two countries' economies were similar. At the present time, he stated, Canada is considerably more dependent upon commodities for its economic performance than is its southern neighbour and this situation will not likely change in the foreseeable future.

In contrast, Ted Carmichael wondered whether currency fluctuations were, in the long term, "beneficial for increasing Canada-U.S. trade, making Canada-U.S. trade more stable over time and adding to the ability of the Canadian economy to create wealth, jobs, increase productivity, and so on." While he admitted that a flexible exchange rate system was useful in absorbing exogenous shocks, he felt that the fluctuations in the dollar had themselves "destabilized the Canadian economy" and that it was not healthy to have the dollar's movement cause such large shifts in the relative competitiveness of Canadian industry. He advocated the introduction of a common North American currency (encompassing Mexico, the United States and Canada) and thought that this longer-term issue should be debated in the same way as the short-term currency appreciation issue is now being discussed.

One point that everyone appearing before the Committee could agree on was that it did not make much sense to fix, or peg, the Canadian dollar to that of the United States. We heard that it is very difficult to know with precision at what rate to fix it and that such a move to greater exchange-rate fixity might involve some unintended consequences. To quote from Carmichael, fixed exchange rates "come under pressure and eventually do not hold. Sometimes they lead to exchange crises that lead to great destabilization in the economies in question." John Murray gave the Committee the case of the 1997-98 Asian financial crisis as an example of the unfortunate effects of unsustainable currency pegs.

Finally, another problem with fixed exchange rates is the burden that they place on a country's monetary policy. As Don Drummond put it, in those countries fixing their currencies "you have to dedicate your interest rate policy to fixing the exchange rate. That gives you the worst of the worlds. The interest rates can wreak havoc on your domestic economy much more readily than the changing of exchange rates, so in trying to address a situation that some might think is undesirable you create a much worse situation."

Organizations

Bank of Canada

- Mr. John Murray, Head of International Department

October 7, 2003

Canadian Auto Workers (CAW)

- Mr. Jim Stanford, Economist

October 8, 2003

Centre for the Study of Living Standards

- Mr. Andrew Sharpe, Executive Director

October 21, 2003

Department of Finance Canada

- Mr. Steven James, Director, Economic Analysis and Forecasting Division

October 7, 2003

Export Development Canada

- Mr. Stephen Poloz, Chief Economist

October 21, 2003

Industry Canada

- Mr. Someshwar Rao, Director, Strategic Investment Analysis

October 7, 2003

Informetrica Limited

- Mr. Michael McCracken, Chair

October 8, 2003

J.P. Morgan Securities Canada

- Mr. Ted Carmichael, Economist

October 8, 2003

RBC Financial Group

- Mr. John Anania, Assistant Chief Economist

October 21, 2003

TD Economics

- Mr. Don Drummond, Senior Vice-President & Chief Economist

October 22, 2003

UBS Securities Canada Incorporated

- Mr. George Vasic, Chief Canadian Economist

October 22, 2003

APPENDIX II:
SELECTED DOCUMENTS RECEIVED BY THE COMMITTEE FOR THIS STUDY

Brief

Canadian Labour Congress

- Mr. Andrew Jackson, Economist

October 8, 2003

Organizations

Agricultural Producers Association of Saskatchewan

- Mr. Dave Brown, Vice-President

February 21, 2003

Agriculture and Agri-Food Canada

- Mr. Rory McAlpine, Acting Director General, International Trade Policy
- Mr. Ian Thomson, Acting Director, Western Hemisphere Trade Policy Division

February 5, 2003

Alberta Canola Producers Commission

- Mr. Kenton Ziegler, Chair
- Mr. Ward W. Toma, General Manager

February 19, 2003

Asia-Pacific Foundation of Canada

- Mr. John Wiebe, President and Chief Executive Officer

March 26, 2003

British Columbia Lumber Trade Council

- Mr. John Allan, President

February 17, 2003

Canadian Agri-Food Trade Alliance

- Mr. Ted Menzies, President
- Ms. Patty Townsend, Executive Director

February 5, 2003

Canadian / American Border Trade Alliance

- Mr. Jim Phillips, President and Chief Executive Officer

March 18, 2003

Canadian Association of Petroleum Producers

- Mr. Pierre Alvarez, President

February 19, 2003

Canadian Cattlemen's Association

- Mr. Dennis Laycraft, Executive Vice President

February 19, 2003

Canadian Centre for Policy Alternatives

- Mr. Bruce Campbell, Executive Director

March 26, 2003

APPENDIX III:
WITNESSES WHO CONTRIBUTED TO VOLUME I OF THIS STUDY

Canadian Manufacturers and Exporters

- The Honourable Perrin Beatty, President and Chief Executive Officer

April 1, 2003

Canadian Trucking Alliance

- Mr. David H. Bradley, President and Chief Executive Officer
- Ms. Elly Meister, Vice President, Public Affairs

April 9, 2003

Canadian Vehicle Manufacturers' Association

- Mr. David C. Adams, Vice-President, Policy

April 1, 2003

Canadian Wheat Board

- The Honourable Ralph Goodale, P.C., M.P., Minister of Public Works and Government Services and Minister responsible for the Canadian Wheat Board

May 14, 2003

- Mr. Ian McCreary, Director
- Mr. Victor Jarjour, Vice-President
- Ms. Alexandra Lamont, Policy Advisor

February 21, 2003

Canfor Corporation

- Mr. Kenneth O. Higginbotham, Vice-President, Forestry and Environment

February 18, 2003

Centre for Trade Policy and Law

- Mr. William A. Dymond, Executive Director

February 3, 2003

Communications, Energy and Paperworkers Union of Canada

- Mr. Fred Wilson, National Representative

February 11, 2003

Department of Citizenship and Immigration

- Mr. Daniel Jean, Acting Assistant Deputy Minister, Policy and Program Development

April 9, 2003

Department of Foreign Affairs and International Trade

- The Honourable Pierre Pettigrew, P.C., M.P., Minister of International Trade

  February 3, 2003

- Mr. Marc Lortie, Assistant Deputy Minister (Americas)

  April 8, 2003

- Mr. Doug Waddell, Assistant Deputy Minister, Trade, Economic and Environmental Policy

  March 19, 2003

- Mr. Carlos Rojas-Arbulú, Trade Commissioner, Mexico Division

  April 8, 2003

- Mr. Claude Carrière, Director General, Trade Policy Bureau

  February 3, 2003
  March 25, 2003

Department of Foreign Affairs and International Trade

(continued)

- Ms. Elaine Feldman, Director General, Export and Import Controls Bureau

  March 19, 2003

- Ms. Suzanne Vinet, Director General, Trade Policy II, Services, Investment and Intellectual Property Bureau

  March 25, 2003

- Mr. Bruce Levy, Director, Transborder Relations with the United States

  February 3, 2003

- Mr. Claudio Vallé, Director, Technical Barriers and Regulations

  April 8, 2003

- Mr. Graeme C. Clark, Acting Director, Mexico Division

  April 8, 2003

- Mr. Matthew Kronby, Counsel, Deputy Director, Trade Law

  March 25, 2003

APPENDIX III:
WITNESSES WHO CONTRIBUTED TO VOLUME I OF THIS STUDY

Doman Industries Limited

- Mr. Bob Flitton, Manager, Real Estate and Governmental Affairs

February 17, 2003

Embassy of Mexico in Ottawa

- H.E. Maria Theresa Garcia S. de Madero, Ambassador of Mexico to Canada

April 8, 2003 &
May 5, 2003

- Ms. Cecilia Jaber, Deputy Head of Mission

May 5, 2003

- Mr. Carlos Pinera, Representative of the Mexican Secretariat of the Economy in Canada

April 8, 2003

- Mr. Fernando Espinosa, Economic Attaché

April 8, 2003

Fisheries Council of Canada

- Mr. Ronald W. Bulmer, President

March 18, 2003

Forest Products Association of Canada

- Mr. Avrim Lazar, President

February 11, 2003

Fraser Institute

- Mr. Fred McMahon, Director, Centre for Globalization Studies

February 18, 2003

Free Trade Lumber Council

- Mr. Frank Dottori, Co-President
- Mr. Carl Grenier, Senior Vice-President

February 11, 2003

Government of Mexico

- The Honourable Luis Ernesto Derbez Bautista, Secretary of Foreign Affairs
- Mr. Geronimo Gutiérrez, Undersecretary of Foreign Affairs

May 5, 2003

Independent Lumber Remanufacturers Association

- Mr. Russ Cameron, President

February 18, 2003

Industrial, Wood & Allied Workers of Canada

- Mr. Kim Pollock, National Director, Public Policy and Environment

February 17, 2003

Maritime Lumber Bureau

- Ms. Diana Blenkhorn, President and Chief Executive Officer

February 11, 2003

National Farmers Union

- Mr. Darrin Qualman, Executive Director

February 21, 2003

Nova Scotia Fish Packers

- Mr. Denny Morrow, Executive Director

March 18, 2003

United Steelworkers of America

- Mr. Dennis Deveau, Government Liaison, Legislative Department

April 1, 2003

Western Barley Growers Association

- Mr. Douglas McBain, President

February 19, 2003

Weyerhaeuser

- Mr. David A. Larsen, Vice President, Government and Public Affairs

February 17, 2003

Wild Rose Agricultural Producers

- Mr. Brent McBean, Director

February 19, 2003

APPENDIX III:
WITNESSES WHO CONTRIBUTED TO VOLUME I OF THIS STUDY

Individuals

Professor Don Barry

International Relations
University of Calgary

February 20, 2003

Mr. Anthony Campbell

Consultant

March 18, 2003

Mr. Peter Clark

Partner
Grey, Clark, Shih and Associates, Ltd.

February 3, 2003

Professor Theodore Cohn

Department of Political Science
Simon Fraser University

February 18, 2003

Professor Gilbert Gagné

Department of Political Studies
Bishop University

February 3, 2003

Mr. Billy Garton

Partner
Bull, Housser & Tupper

February 17, 2003

Mr. Charles Gastle

Partner, Shibley Righton

February 11, 2003

Professor Richard Harris

Economics Department
Simon Fraser University

February 17, 2003

Professor John Helliwell

Department of Economics
University of British Columbia

February 18, 2003

Mr. Lawrence L. Herman

Counsel
Cassels, Brock & Blackwell LLP

February 4, 2003

Mr. Jon Johnson

Partner
Goodmans LLP

February 4, 2003

Professor Laura Macdonald

Associate Professor and Director, Centre for North American Politics and Society
Carleton University

April 8, 2003

The Honourable Roy MacLaren

Former Minister for International Trade

February 4, 2003

Professor George MacLean

Political Studies
University of Manitoba

February 21, 2003

Ms. Kathleen Macmillan

President, International Trade Policy Consultants

February 3, 2003

Professor Donald McRae

Business and Trade Law
University of Ottawa

February 3, 2003

Professor Armand de Mestral

Faculty of Law
McGill University

February 27, 2003

Professor Rolf Mirus

Director, Centre for Economic Research, School of Business
University of Alberta

February 20, 2003

Mr. Tim O'Neill

Executive Vice-President and Chief Economist
BMO Financial Group

March 26, 2003

Professor Richard Ouellet

Assistant Professor, Faculty of Law
Laval University

February 27, 2003

Mr. Les Reed

Forest Policy Consultant

February 17, 2003

Mr. Steven Shrybman

Lawyer
Sack Goldblatt Mitchell

February 27, 2003

Mr. David Usherwood

February 19, 2003

Fact Finding Mission: Washington, D.C., April 28 – May 1st, 2003

American Consumers for Affordable Homes

- Ms. Susan E. Petrunias
- Mr. Bruce H. Hahn, President, American Homeowners Foundation
- Mr. Kent Knutson, Vice President, Governmental Relations, Home Depot
- Mr. Jonathan Gold, Vice President, International Trade Policy, International Mass Retail Association
- Mr. Michael S. Carliner, Staff Vice President, Economics, National Association of Home Builders
- Mr. Jason M. Lynn, Legislative Director, National Association of Home Builders
- Mr. Michael Strauss, Legislative Communications Director, National Association of Home Builders
- Ms. Pamela J. Slater, Legislative Representative, Consumers for World Trade
- Mr. Donald Ferguson, Geduldig and Ferguson
- Mr. Gary Horlick, Wilmer, Cutler and Pickering

May 1st, 2003

American Enterprise Institute for Public Policy Research

- Mr. John C. Fortier, Ph.D., Research Associate

April 29, 2003

Americans for Better Borders Coalition

- Ms. Theresa Cardinal Brown, Coalition Co-Chair
- Mr. John Murphy, Vice-President, U.S. Chamber of Commerce

April 30, 2003

Canadian Embassy in the United States of America

- Ambassador Michael F. Kergin, Ambassador of Canada to the United States of America
- Mr. Bertin Côté, Minister (Economic) and Deputy Head of Mission
- Mr. Peter Boehm, Minister (Political)
- Mr. William R. Crosbie, Minister-Counsellor (Economic and Trade Policy)

April 29-30, 2003

May 1, 2003

Canadian Embassy in the United States of America

(continued)

- Mr. Ariel N. Delouya, Minister-Counsellor (Congressional and Legal Affairs)
- Mr. Terry R. Colli, Director, Public Affairs
- Mr. Alan H. Minz, Counsellor (Trade Policy)
- Mr. Christopher A. Shapardanov, Counsellor (Political Affairs)
- Ms. Birgit Matthiesen, Economic and Trade Policy Division
- Ms. Catherine Vézina, Multilateral Affairs

April 29-30, 2003

May 1, 2003

Congressional Research Service

- Mr. Ian F. Ferguson, Analyst in International Trade and Finance

April 29, 2003

Embassy of the United States of America, Ottawa

- His Excellency Paul Cellucci, Ambassador of the United States of America to Canada
- Mr. Michael Gallagher, Minister-Counsellor for Economic Affairs

Ottawa, April 28, 2003

Murphy Frazer & Selfridge

- Mr. Paul Frazer

April 29, 2003

Northern Border Caucus

- Congressman Earl Pomeroy (D-ND), Co-Chair
- Mr. Michael Morrow, Senior Staff Assistant, Trade Subcommittee, Ways and Means Committee
- Ms. Juliet A. Bender, LEGIS Fellow, Trade Subcommittee, Ways and Means Committee
- Mr. Jasper MacSlarrow, Senior Legislative Assistant, Congressman Rick Larsen
- Mr. Beau Schuyler, Senior Legislative Assistant, Congressman John Turner
- Mr. Darin T. Beffa, Legislative Assistant, Congressman George R. Nethercutt Jr.
- Ms. Lori Mrowka, Legislative Assistant, Congressman Bart Stupak
- Ms. Andrea Salinas, Legislative Assistant, Congressman Fortney H. (Pete) Stark

May 1st, 2003

APPENDIX III:
WITNESSES WHO CONTRIBUTED TO VOLUME I OF THIS STUDY

Office of the United States Trade Representative

- Mr. John M. Melle, Deputy Assistant U.S. Trade Representative for North America
- Ms. Sharon Bomer Lauritsen, Deputy Assistant U.S. Trade Representative for Agricultural Affairs
- Ms. E. Sage Chandler, Director for Canadian Affairs

April 29, 2003

Permanent Mission of Canada to the Organisation of American States

- Ms. Gwyneth Kutz, Counsellor and Alternate Representative of Canada to the Organization of American States

May 1st, 2003

Senate Committee on Governmental Affairs

- Senator Susan M. Collins (R-ME), Chair
- Mr. Rob Owen, Counsel, Senator Susan M. Collins
- Ms. Jane Alonso, Legislative Assistant, Senator Susan M. Collins

April 30, 2003

Senate Subcommittee on International Trade

- Senator Craig Thomas (R-WY), Chairman
- Mr. Bryn N. Stewart, General Counsel, Senator Craig Thomas

April 29, 2003

United States Department of Commerce

- Mr. William Henry Lash III, Assistant Secretary of Commerce for Market Access and Compliance
- Mr. Andrew I. Rudman, Acting Director, Office of NAFTA and Inter-American Affairs
- Ms. Geri C. Word, NAFTA Compliance Team Leader
- Mr. Carlos Busquets, Canada Desk Officer
- Mr. Pierce Scranton, Special Assistant

May 1st, 2003

United States House of Representatives

- Congressman Amo Houghton (R- Corning)
- Mr. Bob Van Wicklin, Legislative Director, Congressman Amo Houghton

April 29, 2003

University of Maryland

- Professor Peter Morici, Professor of International Business, Robert H. Smith School of Business

April 29, 2003

THE SENATE **LE SÉNAT**

LE DOLLAR À LA HAUSSE : EXPLICATIONS ET IMPACTS ÉCONOMIQUES (Volume 2)

Rapport du Comité sénatorial permanent
des
affaires étrangères

Président
L'honorable Peter Stollery

Vice-président
L'honorable Consiglio Di Nino

Novembre 2003

Le quatrième rapport du Comité sénatorial permanent des affaires étrangères

Accès incertain : Les conséquences des mesures prises par les États-Unis touchant la sécurité et le commerce pour la politique commerciale canadienne
(Volume premier)

peut être téléchargé à l'adresse suivante :
http://www.senate-senat.ca/foraffetrang.asp

Pour plus de renseignements, prière de nous contacter
par courriel : foraffetrang@sen.parl.gc.ca
par téléphone : (613) 990-0088
sans frais : 1 800 267-7362
par la poste : Le comité sénatorial permanent des affaires étrangères
Le Sénat, Ottawa, Ontario, Canada, K1A 0A4

MEMBRES

L'honorable Peter Stollery, *Président*

L'honorable Consiglio Di Nino, *Vice-président*

et

Les honorables sénateurs :

Raynell Andreychuk
Jack Austin, c.p.
Pat Carney, c.p.
*Sharon Carstairs, c.p. (ou Fernand Robichaud, c.p.)
Eymard G. Corbin
Pierre De Bané, c.p.
John Trevor Eyton
Jerahmiel Grafstein
Alasdair Graham, c.p.
Rose-Marie Losier-Cool
*John Lynch-Staunton (ou Noël Kinsella)
Frank W. Mahovlich

* Membres d'office

En plus des sénateurs indiqués ci-dessus, les honorables sénateurs Gérald A. Beaudoin, Roch Bolduc, Maria Chaput, Joseph Day, Edward M. Lawson, Paul J. Massicotte, Pana Merchant, Gerard A. Phalen, Raymond Setlakwe, David P. Smith, c.p., Herbert O. Sparrow et Terry Stratton ont été membres du Comité à différents moments au cours de cette étude ou y ont participé au cours de la deuxième session de la trente-septième législature.

Personnel de la Direction de la recherche parlementaire de la Bibliothèque du Parlement :
Peter Berg, analyste
Michael Holden, analyste

Le greffier du Comité
François Michaud

ORDRE DE RENVOI

Extrait des *Journaux du Sénat* du jeudi 21 novembre 2002 :

L'honorable sénateur Stollery propose, appuyé par l'honorable sénateur Adams,

QUE le Comité sénatorial permanent des affaires étrangères soit autorisé à étudier et à faire rapport sur les relations commerciales entre le Canada et les États-Unis d'Amérique et entre le Canada et le Mexique, portant une attention particulière à : a) l'Accord de libre-échange de 1988; b) l'Accord de libre-échange nord-américain de 1992; c) un accès sûr pour les produits et services canadiens aux États-Unis d'Amérique et au Mexique; et d) le développement de mécanismes efficaces de règlement des différends, tous dans le contexte des relations économiques du Canada avec les pays des Amériques et du cycle de Doha des négociations commerciales de l'Organisation mondiale du commerce;

QUE le Comité ait le pouvoir de recourir aux services de conseillers, de spécialistes, d'employés de bureau et de tout personnel qu'il jugera nécessaire pour effectuer les travaux définis dans l'ordre de renvoi;

QUE le Comité soit autorisé à se transporter d'un lieu à l'autre au Canada et à l'étranger aux fins de son enquête;

QUE le Comité présente son rapport final au plus tard le 19 décembre 2003; et que le Comité conserve les pouvoirs nécessaires à la diffusion des résultats de son étude contenu dans son rapport final et ce jusqu'au 31 janvier 2004.

Après débat,

Avec la permission du Sénat et conformément à l'article 30 du Règlement, la motion est modifiée et se lit comme suit :

QUE le Comité sénatorial permanent des affaires étrangères soit autorisé à étudier et à faire rapport sur les relations commerciales entre le Canada et les États-Unis d'Amérique et entre le Canada et le Mexique, portant une attention particulière à : a) l'Accord de libre-échange de 1988; b) l'Accord de libre-échange nord-américain de 1992; c) un accès sûr pour les produits et services canadiens aux États-Unis d'Amérique et au Mexique; et d) le développement de mécanismes efficaces de règlement des différends, tous dans le contexte des relations économiques du Canada avec les pays des Amériques et du cycle de Doha des négociations commerciales de l'Organisation mondiale du commerce;

QUE le Comité présente son rapport final au plus tard le 19 décembre 2003; et que le Comité conserve les pouvoirs nécessaires à la diffusion des résultats de son étude contenu dans son rapport final et ce jusqu'au 31 janvier 2004.

La motion, telle que modifiée, mise aux voix, est adoptée.

Paul Bélisle
Greffier du Sénat

TABLE DES MATIÈRES

Page

INTRODUCTION 1

EXPLICATION DU RENDEMENT RÉCENT DU DOLLAR CANADIEN 2

A. Facteurs influençant le taux de change 3
   1. La performance de l'économie canadienne 4
   2. Conditions économiques à l'extérieur du Canada 4
   3. Prix mondiaux des produits de base 5
   4. Différences des taux d'intérêt 6
   5. Différences des taux d'inflation 7
   6. Confiance des investisseurs et investissement spéculatif 8

B. Explication de la montée subite du dollar canadien 9
   1. Conditions au pays 9
   2. Faiblesse fondamentale de l'économie américaine 10

C. Comment le dollar se comportera-t-il maintenant? 12

EFFETS ÉCONOMIQUES DE L'APPRÉCIATION DU TAUX DE CHANGE 15

A. Incidence générale sur le commerce et l'investissement 16

B. Effets sur les secteurs industriels et les provinces 19

C Conséquences pour la croissance économique 22
   1. Compétitivité et emplois 22
   2. Des gains de productivité éventuels 24
   3. Impact sur l'inflation et la politique monétaire 27

D. Conséquences générales sur la croissance : les prévisions ne sont pas aussi sombres qu'on pourrait le croire 28

MOT DE LA FIN 31

ANNEXES : 33

ANNEXE I : LISTE DES TÉMOINS 33

ANNEXE II : SÉLECTION DE DOCUMENTS REÇUS AU COURS DE CETTE ÉTUDE 34

ANNEXE III : TÉMOINS AYANT CONTRIBUÉ AU VOLUME PREMIER DE L'ÉTUDE 35

LE DOLLAR À LA HAUSSE : EXPLICATIONS ET IMPACTS ÉCONOMIQUES

INTRODUCTION

Puisque le dollar canadien s'est apprécié d'une façon importante cette année, il n'est pas surprenant que les spécialistes et les décideurs aient un intérêt renouvelé à l'égard du mouvement du taux de change Canada-États-Unis et des effets que ce mouvement a eus sur le commerce bilatéral et l'ensemble de l'économie canadienne. Il ne se passe pas un jour sans que ce sujet important ne soit discuté dans les médias, dans le milieu des affaires, dans les cercles politiques et la population en général.

Trois facteurs peuvent expliquer un tel intérêt. Premièrement, c'est la rapidité de la montée du dollar comme telle, une hausse d'environ 20 p. 100 entre janvier et octobre. Le dollar a bien connu une croissance importante à la fin des années 1980 et au début des années 1990, mais la vitesse de la hausse durant cette période a été beaucoup moins prononcée, ce qui a permis aux entreprises canadiennes de s'ajuster beaucoup plus facilement. Cette fois-ci, les entreprises ont eu du mal à réagir.

Un deuxième facteur est la dépendance croissante du Canada sur le commerce avec les États-Unis, un sujet que le Comité a analysé en profondeur dans son rapport de juin 2003 intitulé *Accès incertain : Les conséquences des mesures prises par les États-Unis touchant la sécurité et le commerce pour la politique commerciale canadienne*. Les fluctuations de la devise Canada-États-Unis ont plus d'importance maintenant qu'auparavant, compte tenu de cette dépendance accrue.

Enfin, toute analyse des effets de l'appréciation d'une devise aussi importante et rapide ne doit pas se limiter au commerce international, malgré l'importance de ce dernier dans l'économie nationale. Ce « choc » de la devise a une incidence sur nous tous de par son effet sur la croissance économique du Canada, sur l'inflation et sur la politique monétaire que la Banque du Canada met en œuvre pour la maîtriser, sur la situation de l'emploi au pays et sur la productivité de l'économie.

Le présent rapport commence par un examen des tendances qui ont été observées dans les fluctuations du dollar, récemment et historiquement. Les déterminants de ces fluctuations de la devise avec le temps sont ensuite expliqués et une étude est faite des influences internes et externes de l'appréciation récente du dollar. Mentionnons également l'évaluation des effets économiques de la hausse du dollar qui viennent d'être mentionnés, l'incidence commerciale étant examinée à la fois d'un point de vue général et d'un point de vue sectoriel. Le rapport se termine par un exposé sur l'à-propos du régime de taux de change actuellement pratiqué par le Canada.

EXPLICATION DU RENDEMENT RÉCENT DU DOLLAR CANADIEN

Le dollar canadien a grimpé rapidement depuis le début de 2003. En effet, il est passé d'une valeur de 64 cents américains au cours de la première semaine de l'année pour grimper d'environ 20 p. 100 en octobre pour se situer à plus de 76 cents américains – son niveau le plus élevé en près de dix ans. Comme Ted Carmichael (économiste chez J.P. Morgan Securities Canada) l'a fait observer, cette augmentation subite de la valeur du dollar canadien est probablement sans précédent dans l'histoire du taux de change flottant du Canada. C'est d'autant plus remarquable que, sauf pour la période de cinq ans qui a débuté en 1988, la devise canadienne a décliné par rapport au dollar américain depuis le milieu des années 1970(1).

En 1976, le dollar canadien était au pair avec la devise américaine, mais il est passé de 1,01 $ à 76 cents américains au cours des 10 années qui ont suivi. Cette tendance a été renversée temporairement à la fin des années 1980 et au début des années 1990 quand le dollar est passé de 71 cents américains en 1986 à plus de 87 cents en 1991. Toutefois, cette hausse s'est avérée éphémère. Une vaste gamme de facteurs ont contribué à la chute du dollar, qui a atteint son plus bas niveau d'environ 62,5 cents en avril 2002.

Graphique 1 - Taux de change Canada-É.-U., 1970-2003

Note : Les données de 2003 vont de janvier à septembre

Source : Banque du Canada

(1) Il est important de noter que même si le dollar canadien a chuté considérablement par rapport au dollar américain au cours des années 1990, son rendement par rapport aux autres grandes devises est resté plus stable.

La hausse actuelle du dollar canadien intéresse vivement les spécialistes et les décideurs, mais cette hausse n'est pas du tout inattendue. En fait, Steven James (directeur de la Division de l'analyse et des prévisions économiques, ministère des Finances du Canada) a déclaré dans son témoignage que compte tenu des conditions économiques du Canada, les économistes prédisent depuis plusieurs années la hausse de la valeur du dollar canadien. Par conséquent, la surprise n'est pas la montée du taux de change, mais plutôt l'ampleur et la rapidité de l'augmentation.

A. Facteurs influençant le taux de change

Les économistes ont dégagé et surveillé de près un large éventail de facteurs dont l'influence sur les taux de change est connue. Toutes choses étant égales par ailleurs, ces variables ont des effets prévisibles sur les fluctuations de la monnaie. Cependant, puisque ces facteurs ne fonctionnent pas isolément les uns des autres et puisque de nombreux facteurs ne sont apparents que rétrospectivement, la prévision des fluctuations des taux de change – particulièrement à court terme – est un exercice extrêmement complexe. En fait, comme Stephen Poloz (vice-président et économiste en chef, Exportation et développement Canada) l'a écrit dans son mémoire au Comité, la moindre perturbation dans l'économie nationale ou mondiale peut influencer le taux de change, ce qui fait en sorte qu'il est très difficile pour les économistes de prédire tout mouvement des taux de change.

La principale difficulté est imputable au fait que la plupart des facteurs connus qui influencent le dollar canadien sont reliés; mais dans bien des cas, tout mouvement du taux de change influence les conditions économiques qui l'ont déclenché. À titre d'exemple, une marge importante entre les exportations et les importations peut se solder par un grand excédent des transactions courantes au Canada. Cet excédent comporte une injection de dollars au Canada et exerce une pression à la hausse sur la valeur du dollar canadien. Toutefois, cette augmentation du dollar rendrait les exportations canadiennes plus chères et les importations au Canada meilleur marché et par conséquent, fermerait la marge entre les exportations et les importations et réduirait l'excédent des transactions courantes.

Ainsi, même si les fluctuations du taux de change sont souvent traitées comme des chocs exogènes sur l'économie canadienne, le dollar varie en fait en réaction aux conditions économiques qui existent et il influence également lui-même ces conditions. John Murray (chef du Département des relations internationales, Banque du Canada) a indiqué que les taux de change ne sont pas arbitraires. Ils fluctuent selon des pressions cherchant à rétablir l'équilibre macroéconomique au Canada.

Malgré cette interaction complexe de facteurs influençant le taux de change – en plus du fait que le taux de change lui-même influence les conditions économiques – les témoignages présentés au Comité concordaient largement sur les principaux facteurs qui influencent les taux de change au Canada. Voici quelques-uns des principaux déterminants des fluctuations du taux de change.

1. La performance de l'économie canadienne

L'influence nationale la plus évidente sur le dollar canadien est la santé de l'économie canadienne. Une économie forte rend le pays attrayant pour les investisseurs parce qu'elle offre un potentiel de rendements économiques solides. Cela fait augmenter la demande de dollars canadiens (pour investir au Canada) et fait monter le taux de change. Par ailleurs, une économie relativement faible offre des rendements du capital investi limités et fait baisser la demande de dollars canadiens.

Il est important de noter toutefois que la force économique est un concept relatif. Une période prolongée d'une robuste croissance économique au Canada ne fera pas augmenter le taux de change par rapport à la devise américaine si ce pays connaît une croissance égale ou un taux supérieur durant la même période.(2) Dans le même ordre d'idées, la faiblesse de l'économie canadienne ne se traduira pas nécessairement par une baisse du dollar canadien si cette faiblesse existe également aux États-Unis.

Plusieurs indicateurs macroéconomiques sont fréquemment utilisés pour mesurer la force fondamentale de l'économie canadienne. Parmi les plus courants de ces indicateurs, mentionnons l'équilibre budgétaire et la balance des paiements courants. Dans ces deux cas, ces indicateurs laissent entrevoir les niveaux futurs d'endettement étranger. Les déficits des comptes financiers et des transactions courantes sont indicateurs d'une augmentation des emprunts étrangers tandis que les surplus sont rattachés à des prêts à l'étranger (ou du moins à une réduction des emprunts à l'étranger). Dans le premier cas, toutes choses étant égales par ailleurs, le dollar canadien baisserait tandis que dans le deuxième cas, il monterait.

Des témoins ont expliqué au Comité que l'économie canadienne s'est remarquablement améliorée ces dernières années. Depuis la fin des années 1990, le Canada n'a que des excédents aux deux comptes, ce qui lui a permis de réduire considérablement sa dette extérieure nette. De fait, il est le seul pays du G-7 à avoir un excédent courant et financier. Cette évolution, surtout au regard de la situation économique aux États-Unis (dont nous parlerons plus loin), contribue à l'appréciation actuelle du dollar canadien.

2. Conditions économiques à l'extérieur du Canada

Les conditions économiques à l'étranger sont également des déterminants importants de la valeur du dollar canadien. Comme il est indiqué ci-avant, une économie canadienne relativement solide peut avoir un effet positif sur le dollar canadien. Par conséquent, on peut en déduire que la force ou la faiblesse économique des pays étrangers peut avoir un effet sur leurs devises nationales, ce qui influence le taux de change avec le dollar canadien.

---

(2) Toutefois, si les économies du Canada et des États-Unis dépassaient les autres grandes économies mondiales, la valeur du dollar canadien augmenterait par rapport à celle des autres devises.

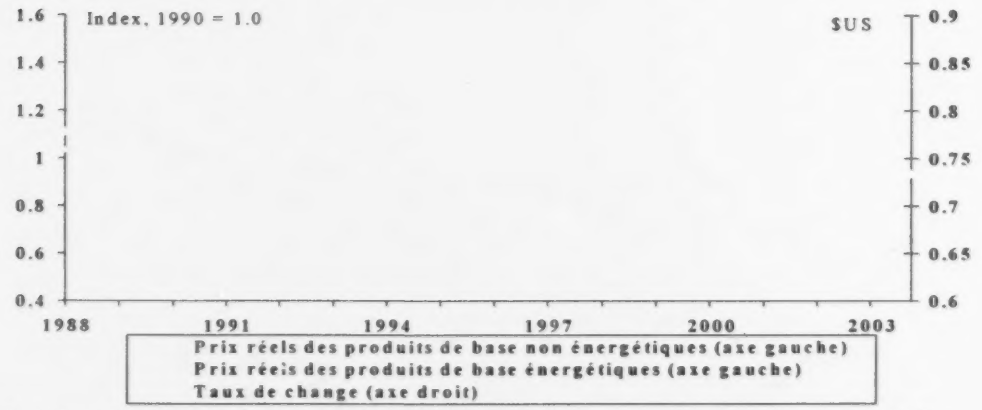
L'état général de l'économie mondiale peut aussi avoir un effet considérable sur la valeur du dollar canadien. Il y a deux grandes explications à cela. Premièrement, en période d'incertitude ou d'instabilité économique, les investisseurs ont tendance à s'accrocher à ce qui est considéré comme des devises « sûres » jusqu'à ce que l'incertitude soit levée. Traditionnellement, le dollar américain a été un refuge sûr pour les investisseurs. Ainsi, en période de tourmente économique, le dollar américain est en général renforcé par rapport à la plupart des grandes devises. Récemment, cela s'est produit au cours de la crise financière de l'Asie et de la période qui a suivi, quand l'incertitude qui régnait en Asie, en Amérique latine et en Russie a incité les investisseurs à se rabattre sur les marchés américains.

L'effet des marchés mondiaux sur les marchés des produits de base est la deuxième façon dont ces derniers influencent la valeur du dollar canadien. Une forte économie mondiale a tendance à faire augmenter la demande des produits de base, tandis qu'en période de faiblesse économique, la demande décline. Voici comment les prix des produits de base influencent la valeur du dollar canadien.

3. Prix mondiaux des produits de base

Puisque le Canada est un grand producteur et exportateur net de produits à base de matières premières, le dollar canadien est souvent considéré comme une devise reposant sur les produits de base; le rendement du dollar canadien est lié à la solidité des prix mondiaux des produits de base. Si les prix des produits de base sont élevés, les industries primaires sont plus rentables, ce qui renforce l'économie canadienne et attire les investissements, exerçant une pression à la hausse sur le dollar canadien. Lorsque le prix des produits de base diminue, les recettes des firmes primaires sont coupées, les profits déclinent, freinant l'économie nationale et il s'ensuit des pressions à la baisse sur le dollar canadien.

Graphique 2 – Prix réels des produits de base et le dollar canadien



Nota : Les données de 2003 de janvier à septembre.

Source : Banque du Canada.

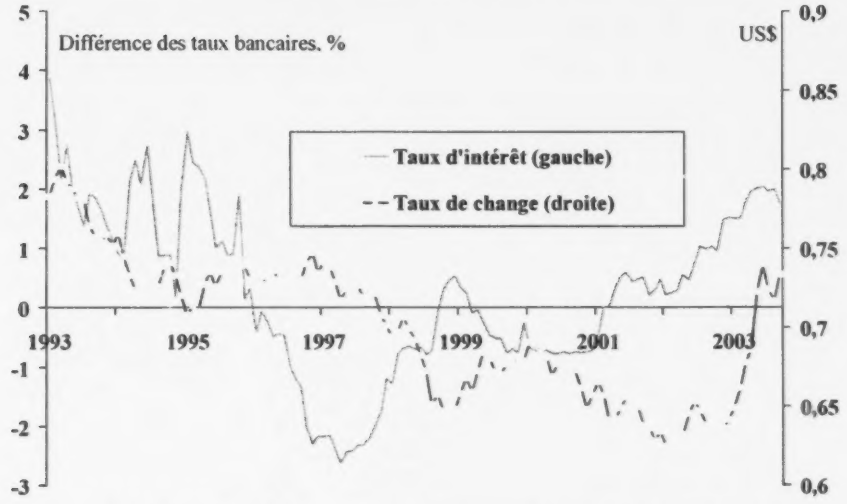
Comme l'a fait remarquer Steven James, puisque les fluctuations du dollar canadien sont liées aux prix mondiaux des produits de base, le taux de change peut agir comme amortisseur des effets des fluctuations du prix des produits de base. Un faible dollar compense partiellement les effets négatifs des faibles prix des produits de base en rendant les exportations canadiennes plus concurrentielles mondialement dans un contexte où les prix sont bas. Par contre, les avantages des prix élevés des produits de base sont atténués partiellement par un dollar plus fort.

Les prix des produits de base constituaient un facteur important de la faiblesse du dollar canadien durant la plupart des années 1990. Au cours de la première moitié de la décennie, les prix des produits de base non énergétiques étaient essentiellement uniformes, augmentant au même rythme que le taux d'inflation du Canada. Les conditions se sont détériorées durant la deuxième partie de la décennie, particulièrement à la suite de la crise financière asiatique de 1997. La tourmente dans le secteur financier de la région a fait plonger plusieurs pays asiatique en récession, diminuant ainsi la demande de matières premières et de produits de base, ce qui a causé la chute mondiale des prix des produits de base. Les prix des produits de base non énergétique ont chuté de plus de 30 p. 100 entre la fin de 1995 et le début de 1999, la plupart de ce déclin s'étant produit en 1997 et en 1998. À partir de 1999, les prix des produits de base non énergétiques sont restés faibles en moyenne et, à la fin de 2002, avaient reculé d'un autre 5,8 p. 100. Les prix de l'énergie par ailleurs sont également restés faibles durant toutes les années 1990, bien qu'ils aient grimpé à deux reprises ces dernières années, une fois en 2001, lorsque les faibles stocks et la forte demande de consommation ont fait grimper les prix et de nouveau en 2003 lorsque les forces dirigées par les États-Unis ont envahi l'Irak.

4. Différences des taux d'intérêt

Lorsque les taux d'intérêt canadiens sont plus élevés que ceux des États-Unis et ailleurs, le Canada devient une destination plus attrayante pour le capital étranger à court terme. Il s'ensuit une plus grande demande pour les actifs à court terme libellés en dollars canadiens et exerce des pressions à la hausse sur le dollar comme tel. Lorsque les taux d'intérêt canadiens sont plus bas qu'aux États-Unis et ailleurs, le contraire est vrai et généralement, le dollar canadien est affaibli.

Graphique 3 – La vitesse des taux d'intérêts et le dollar canadien, 1993-2003



Nota : Données de janvier à septembre 2003

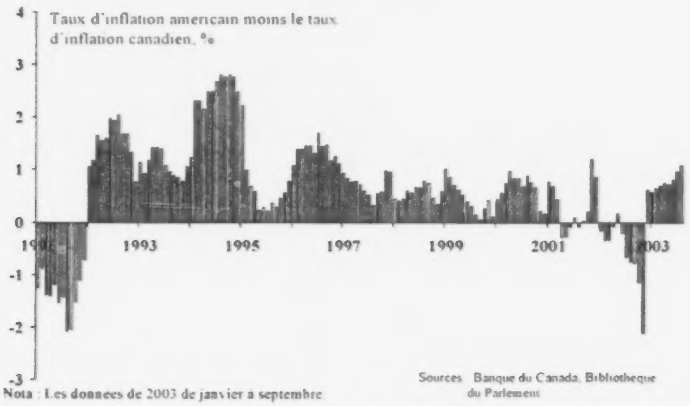
Sources : Banque du Canada, Bibliothèque du Parlement

Bien que la Banque du Canada n'ait pas comme politique d'intervenir dans les marchés du taux de change, elle a utilisé son influence par le passé sur les taux d'intérêt pour défendre la valeur du dollar canadien. À titre d'exemple, la fin des années 1990, la Banque a haussé ses taux d'intérêt en réaction à la dévaluation rapide du dollar canadien. Puisque cette action a fait augmenter le taux de rendement sur les actifs canadiens par rapport aux actifs américains, il s'en est suivi que la valeur du dollar s'est stabilisée.

5. Différences des taux d'inflation

Les différences des taux d'inflation du Canada et des États-Unis influencent également les fluctuations à long terme. L'inflation est le taux auquel les prix augmentent sur une période de temps et par conséquent, elle est une mesure de l'érosion du pouvoir d'achat du dollar. Si les prix au Canada devaient augmenter plus rapidement qu'aux États-Unis, cela éroderait avec le temps le pouvoir d'achat – et par conséquent la valeur – du dollar canadien par rapport au dollar américain. Il s'ensuivrait un déclin graduel des taux de change. Dans le même ordre d'idées, si l'inflation au Canada était faible en comparaison de l'inflation aux États-Unis, il s'ensuivrait une pression à la hausse sur le dollar canadien.

Graphique 4 – Variations du taux d'inflation, 1991-2003



Nota : Les données de 2003 de janvier à septembre

Sources : Banque du Canada, Bibliothèque du Parlement

La Banque du Canada a adopté une politique de faible inflation au début des années 1990. Cette politique, conjuguée à une économie canadienne plus faible durant la première moitié de la décennie, a tenu la demande nationale, et par conséquent la montée des prix, relativement faible. Par conséquent, les taux d'inflation au Canada étaient plus faibles qu'aux États-Unis pour la plus grande partie des années 1990. Toutefois, l'effet positif de l'inflation inférieure n'a pas été suffisant pour arrêter le déclin de la valeur du dollar canadien au cours de cette période.

6. Confiance des investisseurs et investissement spéculatif

Plusieurs témoins ont également mentionné la confiance des investisseurs et la spéculation comme des facteurs influençant le taux de change. La confiance des investisseurs varie dans une large mesure selon des facteurs économiques – par exemple, ceux qui sont indiqués ci-dessus. Toutefois, lorsqu'il s'agit d'évaluer les perspectives de croissance futures, des facteurs comme les politiques gouvernementales, la perception et l'incertitude politique peuvent tous influencer les taux de change. Michael McCracken (président, Informetrica Ltd.) a avancé qu'entre le début et le milieu des années 1990, la menace de la séparation du Québec avait créé une incertitude quant à l'avenir du Canada et à l'économie canadienne. Cette incertitude a eu un effet négatif sur la perception par les investisseurs du dollar canadien.

Selon le témoignage de Stephen Poloz, même si les taux de change peuvent en bout de ligne être influencés par des facteurs économiques fondamentaux à long terme, les intérêts spéculatifs auront tendance à exagérer ces mouvements à court terme. Une hausse du dollar canadien pourrait se perpétuer d'elle-même si les investisseurs commencent à acheter le dollar en se fondant seulement sur l'attente d'une croissance future.(3) L'écroulement de la bulle spéculative des actions technologiques en septembre 2000 est un exemple extrême de cette sorte d'investissement spéculatif qui fait monter artificiellement la valeur des actifs. Les témoins n'ont pas laissé entendre que le dollar canadien risquait de suivre un sort semblable, mais plutôt que le simple fait que le dollar monte en flèche retient l'attention des investisseurs.

B. Explication de la montée subite du dollar canadien

D'après John Murray, parmi les facteurs connus qui affectent la valeur du dollar canadien par rapport au dollar américain, avec le temps, la plupart des mouvements à long terme du dollar canadien peuvent être attribués aux fluctuations des quatre variables sous-jacentes déjà mentionnées – la différence des taux d'inflation canadiens et américains; la différence des taux d'intérêt entre les deux pays; le prix mondial de l'énergie; et le prix mondial des produits de base non énergétiques. Ces facteurs n'expliquent pas tous les mouvements du dollar canadien, mais ils suivent de près les changements à long terme.

1. Conditions au pays

Dans une certaine mesure, la hausse récente du dollar canadien est un résultat de l'amélioration de ces quatre facteurs. L'économie canadienne a joui d'une solidité à toute épreuve ces dernières années, dépassant la croissance du PIB des États-Unis tous les ans depuis 1999. La Réserve fédérale américaine a tenu les taux d'intérêt bas dans ce pays dans le but de stimuler la croissance économique, mais le Canada n'a pas eu à s'astreindre à la même rigidité dans sa politique monétaire. Comme l'illustre le graphique 3, cela a élargi l'écart entre les taux d'intérêt des deux pays. Par ses taux d'intérêt plus élevés, le Canada a été une destination plus intéressante pour les investissements à court terme, ce qui a fait augmenter la demande de dollars canadiens et a fait augmenter le taux de change.

En même temps, les données de 2003 jusqu'à présent indiquent une amélioration des prix mondiaux des produits de base, ce qui favorise encore davantage le dollar canadien. Même si les prix de l'énergie ont tombé depuis février, ils restent considérablement plus élevés qu'ils ne l'étaient en 2002, tandis que les produits de base non énergétiques ont remonté légèrement tout au long de 2003, augmentant de plus de 15 p. 100 par rapport à leur valeur une année auparavant.

---

(3) Le contraire est également vrai – les investisseurs qui ont vendu le dollar canadien au cours des années 1990 se fondaient sur l'attente que sa chute se poursuivrait.

Les différences des taux d'inflation compensaient partiellement ces facteurs, car les primes d'assurance-automobile et les prix de l'énergie ont poussé temporairement les taux d'inflation canadiens au-dessus de ceux qui existaient aux États-Unis plus tôt au cours de l'année. Plus récemment, l'inflation au Canada a diminué pour atteindre à peu près les mêmes niveaux qu'aux États-Unis.

La Banque du Canada suit un modèle mathématique qui établit une valeur « simulée » du dollar canadien sur une période de temps comme fonction de ces quatre variables. Bien que la simulation des valeurs du taux de change suit clairement le rendement réel du dollar canadien depuis le milieu des années 1970, un grand écart s'est produit depuis le début de la hausse actuelle du dollar canadien. La simulation laisse entendre que le comportement du dollar canadien ne devrait s'être amélioré que légèrement en 2003; toutefois, la hausse réelle du dollar n'a pas été légère du tout.

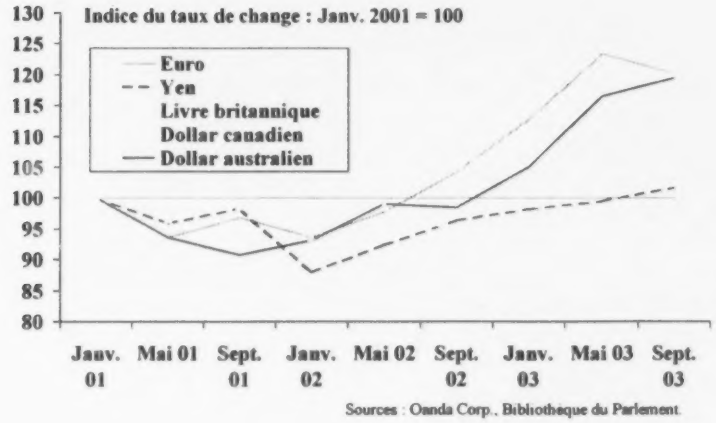
John Murray avance que cet écart entre le taux de change réel et le taux simulé de la Banque peut être expliqué de deux façons. Premièrement, le modèle de la Banque est simplement en retard par rapport à la valeur réelle du dollar canadien et commencera à monter bientôt. Cette situation serait semblable à celle qui a existé du milieu à la fin des années 1980, époque où le dollar canadien a monté en flèche en avance de la simulation de la Banque du Canada.

Selon la deuxième explication, la hausse actuelle du dollar canadien est représentative de forces économiques plus fondamentales qui agissent aux États-Unis. Autrement dit, la force actuelle du dollar canadien est moins le résultat de la position économique relativement saine du Canada que de la faiblesse de l'économie américaine. Les autres témoins sont largement d'accord avec ce point de vue. Comme Don Drummond (premier vice-président et économiste en chef, TD Economics) l'a en substance déclaré, le phénomène n'a pas ses causes au Canada, mais résulte surtout du recul du dollar américain.

2. Faiblesse fondamentale de l'économie américaine

Il est évident que la hausse du dollar canadien est dans une large mesure imputable à un phénomène américain, puisque le dollar canadien n'est pas la seule devise qui se soit appréciée au cours des derniers mois. En 2003, la plupart des grandes devises à l'échelle mondiale ont fait des gains importants par rapport au dollar américain. De fait, certaines devises se sont appréciées encore plus rapidement que le dollar canadien. L'euro en particulier a grimpé de 28,4 p. 100 par rapport au dollar américain, et ce, de janvier 2002 à septembre 2003. Le dollar australien – une autre devise fondée sur les produits de base, comme le dollar canadien – également augmenté presque autant, soit de 28,3 p. 100, au cours de la même période.

Graphique 5 – Les devises mondiales se consolident par rapport au dollar américain



Sources : Oanda Corp., Bibliotheque du Parlement.

Andrew Jackson (économiste principal, Congrès du travail du Canada) a indiqué dans son mémoire au Comité que la chute du dollar américain est imputable aux importants déficits commerciaux et courants. Les États-Unis importent près de 2 $ de produits pour chaque dollar d'exportation et tiennent un déficit courant de 600 à 700 milliards de dollars annuellement par rapport au reste du monde. Ce déséquilibre doit être compensé par l'investissement. Puisque les États-Unis doivent réunir des fonds pour continuer d'acheter des produits importés, ils vendent des actifs comme des obligations d'État.

Toutefois, l'investissement ne vient pas du secteur privé. Les faibles taux d'intérêt et les rendements médiocres du marché boursier aux États-Unis, conjugués à l'expectative de la poursuite de la baisse du dollar américain, ont découragé les investisseurs privés d'acheter des actifs libellés en dollars américains. Au contraire, le déficit des transactions courantes a été dans une large mesure financé par des gouvernements étrangers, particulièrement des pays d'Asie, qui utilisent les obligations en dollars américains pour bâtir leurs réserves de devises ou, dans le cas du Japon, pour empêcher une augmentation importante de la valeur du yen. Par conséquent, la dette étrangère nette des États-Unis s'est emballée ces dernières années, et ainsi une partie importante des intérêts payés sur les obligations du gouvernement américain sortent des États-Unis. Comme John Murray l'a fait remarquer, les États-Unis, qui étaient le plus grand créancier du monde au début des années 1980, sont devenus le plus grand débiteur du monde.

Le déclin actuel de la valeur du dollar américain est en grande partie imputable à ces conditions. Comme John Anania (économiste en chef adjoint, RBC Groupe Financier) l'a dit en substance, les Américains et leurs gouvernements empruntent beaucoup, et plus personne n'est intéressé à financer sans réserve le déficit courant actuel des États-Unis. Comme il faut bien que quelque chose cède quelque part, en bout de ligne, c'est le dollar américain qui recule. Dans l'état actuel des choses, il faut qu'il se déprécie pour attirer des capitaux aux États-Unis. Stephen Poloz était du même avis, indiquant que les taux de change sont en quelque sorte la variable ultime de l'équilibre général, fonctionnant de façon à assurer l'équilibre du système économique. Un dollar américain plus faible rendra plus concurrentielles les exportations de ce pays, fera augmenter le prix des importations et contribuera à alléger les déficits commerciaux et courants.

Cependant, la mesure dans laquelle un dollar américain plus faible corrigera ces déséquilibres est limitée. Un dollar plus faible améliorera vraisemblablement l'équilibre commercial des États-Unis avec le Canada et l'Union européenne, mais comme l'a fait remarquer John Murray, les plus grands déficits commerciaux des États-Unis sont avec la Chine et d'autres pays asiatiques émergeants. Dans bien des cas, les devises de ces pays sont axées sur le dollar américain et ainsi, la dévaluation du dollar américain n'améliorera pas les termes de l'échange avec ces pays asiatiques. Ce facteur ajoute à la pression exercée récemment par les États-Unis pour que la Chine réévalue sa monnaie.

C. Comment le dollar se comportera-t-il maintenant?

S'il est vrai qu'une appréciation aussi rapide du dollar canadien ne serait habituellement pas considérée comme durable, les témoins étaient presque unanimes pour dire que la montée actuelle ne sera pas temporaire. Elle traduit plutôt assez fidèlement le changement des conditions économiques au Canada, aux États-Unis et dans le monde entier. En effet, aucun de nos témoins n'était surpris que le dollar canadien prenne de la valeur en 2003; les conditions économiques le laissaient déjà présager depuis un certain nombre d'années. On ne s'attendait simplement pas à ce que l'appréciation soit aussi rapide.

Si les témoins s'attendaient à une montée du taux de change, c'est en bonne partie parce qu'ils estimaient que le dollar canadien était sous-évalué depuis un certain temps par rapport au dollar américain. Andrew Sharpe (directeur, Centre d'étude des niveaux de vie) a déclaré qu'en vertu du principe de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) – qui mesure la valeur d'équilibre à long terme du taux de change auquel les prix des biens et services dans les deux pays sont à peu près égaux –, notre dollar vaut environ 84 ou 85 cents américains.

D'autres témoins ont proposé des évaluations différentes de ce qu'il « devrait » valoir à court terme par rapport au dollar américain. John Anania et Jim Stanford (économiste, Travailleurs canadiens de l'automobile) ont tous deux affirmé que les coûts unitaires de la main-d'œuvre au Canada et aux États-Unis étaient à peu près égaux lorsque le dollar canadien valait un peu plus de 70 cents américains, tandis que George Vasic (économiste en chef pour le Canada, UBS Securities Canada Inc.) a fait valoir qu'un ensemble de produits d'exportation canadiens pondéré par le commerce extérieur indiquait une valeur similaire pour le dollar.

Aucun des témoins entendus par le Comité n'a dit que les forces économiques feraient replonger le dollar canadien au niveau des 63 cents américains dans un avenir prévisible(4). Cette croyance est surtout attribuable à l'idée selon laquelle l'appréciation du dollar canadien résulte avant tout de la dépréciation du dollar américain par rapport à la plupart des autres devises du monde, même si les conditions économiques qui existent maintenant au Canada sont de loin meilleures que celles qui régnaient au milieu des années 1990.

Lorsqu'on lui a demandé ce qu'il adviendrait maintenant du dollar canadien, Don Drummond a dit en substance que le dollar américain continuera vraisemblablement de s'affaiblir. Les États-Unis ont un déficit courant gigantesque égal à 5 p. 100 de leur économie, leur gouvernement fédéral a maintenant des déficits d'environ 5 p. 100 et presque tous les États du pays ont un déficit budgétaire, a-t-il signalé, ajoutant qu'il n'y a aucune raison de croire que cela ne fera pas monter la valeur du dollar canadien. Dans l'ensemble, a-t-il dit, le Canada a atteint l'équilibre fiscal, il a des excédents courants et des taux d'intérêt plus élevés, et les prix de ses produits de base sont fermes. M. Drummond en conclut que le dollar canadien va s'apprécier davantage.

Certains témoins expliquaient autrement la baisse du dollar américain, mais convenaient avec les autres que le dollar américain resterait probablement faible pendant encore un bon bout de temps. Selon Stephen Poloz, le dollar américain est surévalué depuis la fin des années 1990, parce que l'incertitude économique mondiale qui règne depuis dans le monde entier amène les investisseurs à acheter des devises « sûres », comme le dollar américain, ce qui fait monter sa valeur. Prévoyant pour bientôt un retour à des conditions économiques plus stables, M. Poloz a déclaré que la dévaluation actuelle du dollar américain est pour l'essentiel un retour à « la normale ».

Par ailleurs, des témoins ont dit au Comité que le dollar américain perdait de la valeur avec la bénédiction implicite du gouvernement. Selon Ted Carmichael, étant donné l'augmentation effrénée du déficit courant et la croissance nulle de l'emploi et de l'économie en général, le gouvernement fédéral espère que la faiblesse du dollar se traduira par une compétitivité accrue des exportations, mettra fin à la perte d'emplois et stimulera la croissance économique.

---

(4) Certains, tout de même, comme Jim Stanford, croyaient que la Banque du Canada devrait intervenir dans les marchés de change en abaissant les taux d'intérêts et en faisant baisser encore plus le dollar canadien.

Ainsi donc, tous les témoins ont convenu que le dollar canadien continuera vraisemblablement de s'apprécier dans l'immédiat. La seule inconnue est de savoir où il va s'arrêter de grimper, un point sur lequel beaucoup de témoins ont refusé de spéculer. Le Comité s'est fait dire que selon les projections économiques les plus récentes, le dollar va atteindre les 78 cents américains, voire passer les 80 cents américains. Comme Don Drummond l'a dit, sa prévision la plus récente, celle de septembre, situe le dollar canadien à 84 cents américains au milieu de 2004. Il a toutefois confessé qu'il n'avait pas prévu qu'il atteindrait 76 cents américains à la troisième semaine d'octobre. Quant à lui, John Anania n'a pas voulu prédire avec précision l'évolution de la valeur du dollar, mais il a correctement résumé l'avis de tous en disant en substance qu'essentiellement, personne ne croit que le dollar va replonger, mais qu'il restera à son niveau actuel et même qu'il augmentera peut-être encore en 2004 et 2005.

EFFETS ÉCONOMIQUES DE L'APPRÉCIATION DU TAUX DE CHANGE

Comme le Comité l'a remarqué dans son rapport de juin 2003, il est évident que le taux de change est traditionnellement un déterminant important de notre performance commerciale avec les États-Unis. Le rapport indique également que la différence en matière de croissance économique entre les deux pays a contribué dans une large mesure à une saine situation pour les exportations canadiennes.

La plupart des personnes qui ont témoigné au Comité ont confirmé ces observations. John Murray a indiqué au Cornité que la faible valeur de la devise canadienne depuis le milieu des années 1990 était « l'une des raisons importantes de la force et de l'amélioration de notre situation sur le marché extérieur. Ce n'est cependant pas la seule explication. L'Accord de libre-échange et la croissance remarquable de l'économie américaine y sont aussi pour quelque chose. En outre, l'économie américaine atteignait les limites de sa capacité de production; n'étant pas dans cette situation, nous sommes restés une source naturelle de produits et services permettant de répondre à la demande croissante aux États-Unis ».

Un certain nombre de témoins ont affirmé que la croissance plus forte de l'économie américaine au cours des années 1990 est en fait le facteur qui a le plus influé sur nos exportations au cours de cette décennie. Steven James a également mentionné que le taux de change n'a pas été le seul moteur des exportations canadiennes dans les années 1990. Il comptait également comme facteurs l'Accord de libre-échange nord-américain et l'orientation extérieure des firmes canadiennes en général, mais il a particulièrement insisté sur la force de l'économie américaine. M. James a fait état des prévisions positives actuelles, qui signalent une robuste croissance économique aux États-Unis, et il a souligné qu'une telle croissance, si elle se concrétise, sera très avantageuse pour nos industries d'exportation.

Someshwar Rao (directeur, Analyse de l'investissement stratégique, Industrie Canada) a présenté des graphiques au Comité laissant entendre que la vigueur de l'économie américaine a été le principal moteur de la performance des exportations du Canada dans les années 1990, mais que la dépréciation de notre devise était une autre raison importante de la forte croissance des exportations. L'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis et l'Accord de libre-échange nord-américain ont eu une influence considérablement moindre à son avis.

Stephen Poloz suggère dans un document présenté au Comité que la faiblesse du dollar canadien, conjuguée à la différence des croissances économiques du Canada et des États-Unis, était à l'origine de la vaste majorité des gains réalisés en matière d'exportations au cours de la période 1992-2002. Il a accordé la priorité à la deuxième influence en faisant remarquer que, de par le monde, les échanges commerciaux sont dictés beaucoup moins par les taux de change que par les différences au chapitre de la croissance économique, un avis que partageait George Vasic.

S'il reconnaissait que la baisse du dollar canadien avait joué un rôle important dans l'augmentation du commerce avec les États-Unis, Don Drummond ne croyait pas pour autant qu'elle était le principal facteur, il tendait plutôt à accorder beaucoup plus d'importance aux accords de libre-échange. Il a fait remarquer que le dollar avait constamment perdu de la valeur par rapport au dollar américain depuis le début des années 1970, mais que les échanges commerciaux n'avaient commencé à augmenter vraiment qu'après la libéralisation du commerce.

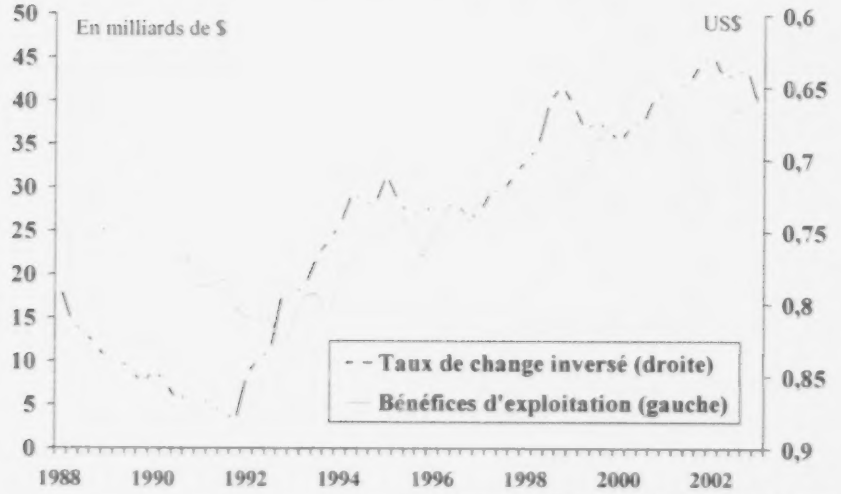
Il est possible d'affirmer que les effets des fluctuations du dollar pendant les années 1990 auraient été différents si la vitesse du déclin de la devise dans les années 1990 avait plus prononcée et si les entreprises avaient eu plus de difficulté à s'ajuster de façon appropriée. Comme l'ont dit plusieurs témoins, la situation actuelle est différente, c'est-à-dire qu'il existe un véritable choc de la devise qui s'accompagne d'une rapidité de changement qui est pratiquement sans précédent.

A. Incidence générale sur le commerce et l'investissement

Quelles sont donc les incidences de la montée actuelle du dollar canadien? Premièrement, il n'existe nul doute que des exportateurs freinent leurs exportations aux États-Unis et cherchent potentiellement d'autres marchés pour leurs produits; il existe aussi les entreprises qui importent pour le marché canadien et qui profiteraient de la hausse du dollar puisqu'elles peuvent maintenant acheter des produits fabriqués aux États-Unis à un coût réduit. Pour ces importateurs, les ventes et les profits sont susceptibles d'augmenter à cause de l'appréciation de la devise.

D'autres exportateurs canadiens réagissent à cette appréciation en ne haussant pas leurs prix ou en réduisant les produits expédiés aux États-Unis, mais en acceptant un taux de profit inférieur. Le prix de bon nombre de produits d'exportation du Canada, plus précisément les produits de base, les produits automobiles et les produits électroniques, est établi en dollars américains. Dans ce cas, la hausse du dollar ne modifie en rien les prix de vente (le prix que les acheteurs paient). Ce qui change, c'est le prix que l'exportateur au Canada reçoit lorsque les recettes d'exportation en dollars américains sont converties dans la devise nationale à un taux de change maintenant plus élevé. La conversion des ventes au marché américain du dollar américain au dollar canadien dans les états financiers aura tendance à réduire les profits rapportés. Comme l'a fait remarquer Stephen Poloz, les compagnies pourraient tenter de compenser la baisse de profits plus tard ou réagir à la fluctuation de la devise en stimulant l'efficacité et en coupant les coûts de manière à maintenir leur ratio de marge bénéficiaire. Sur ce dernier point, George Vasic a qualifié leurs profits actuels d'assez élevés pour qu'elles puissent « retarder ou atténuer » les rajustements à faire. De façon générale, il estimait que le Canada était heureusement dans une situation économique assez favorable pour résister à l'appréciation actuelle de son dollar.

Graphique 6 – Le taux de change et les bénéfices d'exploitation des entreprises canadiennes



Sources : Statistique Canada, Bibliothèque du Parlement

Enfin, dans les cas où le prix des exportations n'est pas établi en dollars américains, certaines compagnies canadiennes peuvent être obligées de demander des prix plus élevés pour ne pas perdre leur part du marché aux mains des producteurs américains ou, de plus en plus, des fabricants à faible coût comme la Chine. Mais que les prix soient ou non établis en dollars américains, l'exportateur continue d'établir le prix en fonction de son marché étranger.(5)

Heureusement, il n'y a pas qu'un seul côté à la médaille. Dans toute analyse des effets des mouvements de la devise sur le commerce, il importe de se pencher sur l'interaction entre les changements du niveau du taux de change réel et les exportations nettes du Canada (les exportations moins les importations). Autrement dit, l'effet sur les importations doit également être examiné. John Murray a indiqué au Comité que « les appréciations offrent l'avantage de réduire le coût des importations et, plus précisément, le coût des capitaux; cela contribue à rendre l'investissement au Canada plus facile et moins coûteux et, à la limite, à stimuler notre productivité ».

(5) Andrew Jackson a informé le Comité que les exportations de produits de base aux pays autres que les États-Unis étaient également touchées par le changement de la valeur du dollar américain, puisque le prix de ces produits de base est établi en dollars américains.

Steven James a fait état d'un « déplacement de la demande intérieure, des produits fabriqués chez nous au profit de produits importés »; il a cependant indiqué que les répercussions d'un dollar canadien plus fort sur un coût d'achat plus bas de produits importés était peut-être moindre maintenant que par le passé. Il a également évoqué le coût plus bas des matériaux, pièces, machinerie et équipement importés qui a cours actuellement et il a fait valoir qu'étant donné que 80 p. 100 de la machinerie et de l'équipement du Canada sont importés, dans la mesure où plus les prix plus bas stimulent les investissements, on pourrait connaître au Canada une plus forte croissance de la productivité et également une plus forte croissance de la production potentielle.

L'existence d'importations à meilleur marché est importante puisque, comme Stephen Poloz l'a indiqué, les exportations canadiennes aujourd'hui contiennent environ 40 p. 100 de contenu importé. Bien que l'on soit porté à croire en général que les exportateurs souffrent de la hausse du dollar, les entreprises manufacturières ont tendance à importer des pièces et particulièrement de la machinerie des États-Unis et par conséquent, ils tireront profit de la hausse du dollar (c.-à-d. que leurs coûts d'intrant diminueront). D'après M. Poloz, les fabricants sont beaucoup plus susceptibles d'être partiellement « mondialisés » de sorte que le déclin du coût des composantes importées améliorerait leurs marges de profit. En bout de ligne, l'effet négatif de l'appréciation du dollar serait quelque peu atténué.

En termes de chiffres réels, les exportations vers les États-Unis ont baissé de façon significative en 2003. Au cours de la période de janvier à août 2003, les exportations vers les États-Unis ont diminué de 3,0 p. 100 par rapport aux données de 2002. Ce résultat contraste avec la hausse enregistrée dans nos exportations vers les autres pays de 3,5 p. 100.

Il est toutefois important de noter que même si les exportations vers les États-Unis ont diminué en 2003, cette baisse n'est pas nécessairement imputable aux effets de la hausse du dollar. En plus de l'effet de l'interdiction partielle sur les importations de boeuf du Canada qui est imposée actuellement aux États-Unis cette année, 2003 est la troisième année de suite où les exportations vers les États-Unis diminuent. En 2001, les exportations vers les États-Unis ont diminué de 2,1 p. 100, et diminué encore de 1,8 p. 100 en 2002. Au cours de ces deux années, la baisse des exportations s'est produite au moment où le dollar canadien était à ses niveaux les plus bas.

Par contre, les importations en provenance des États-Unis en 2003 étaient – il est surprenant de le constater – à la baisse de 5,2 p. 100 par rapport à une augmentation de 2,8 p. 100 pour les autres pays. Ce résultat est surprenant, puisque les importations des États-Unis sont considérablement moins chères, mais d'autres facteurs peuvent intervenir. Selon une explication avancée par George Vasic, comme une très forte proportion de nos exportations contiennent des matières importées, une baisse de nos exportations entraînerait une diminution de notre demande pour ces matières.

La montée sans précédent, croirait-on, de notre devise en a amené certains à conclure que si le Canada diversifiait son commerce de manière à ne plus compter aussi fortement sur les États-Unis, il serait moins vulnérable aux fluctuations intempestives de la valeur relative des deux devises. Dans son rapport de juin 2003 sur les relations commerciales entre le Canada et les États-Unis, notre Comité a insisté sur l'urgence de diversifier les échanges commerciaux du Canada. Nous avons soutenu « qu'il vaudrait mieux que le Canada réduise sa dépendance commerciale à l'endroit de son plus gros marché au sud de la frontière. Cela ne veut pas dire que notre commerce avec les États-Unis devrait cesser de croître, mais plutôt que le commerce avec les autres pays devrait accélérer son rythme d'expansion ». Une chose est certaine, l'appréciation rapide de notre devise va à elle seule nous forcer à diversifier quelque peu nos échanges, bien qu'on ne sache trop dans quelle mesure.

Le gouvernement fédéral pourrait toutefois devoir faire preuve de plus de dynamisme et « chercher par tous les moyens à conclure des accords complets de libéralisation du commerce en Europe et en Asie », ainsi que nous l'affirmions dans notre rapport. Cet avis était partagé par Michael McCracken, qui a en substance exhorté le gouvernement d'exploiter tous les marchés d'exportation qu'il pourra trouver et de faire en sorte de trouver et de développer ces marchés au lieu de se contenter d'en parler. Andrew Jackson et Don Drummond voyaient aussi l'avantage que présentait une plus grande diversification de nos exportations, même si le second la qualifiait d' « objectif héroïque », étant donné que les coûts du transport vers le marché américain sont faibles et que les consommateurs des deux pays ont des goûts semblables. Quant aux marchés à cibler en priorité, M. Drummond a dit que la Chine présentait des possibilités fort intéressantes pour le Canada.

Finalement, plusieurs témoins ont dit au Comité qu'un dollar canadien fort par rapport au dollar américain se traduirait par une augmentation de la valeur des actifs actuels des entreprises canadiennes aux yeux des investisseurs américains éventuels. Dans cette situation, il ne faudrait pas se surprendre si on enregistrait une baisse des achats d'actifs.

B. Effets sur les secteurs industriels et les provinces

Bien que la récente augmentation du taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain soit un choc pour nos industries d'exportation et nos industries en concurrence avec les importations, les effets d'un secteur industriel à l'autre sont inégaux. Dans le cas du premier groupe d'industries, en grande partie relevant du secteur manufacturier, l'effet d'une appréciation monétaire dépend a) du niveau de dépendance à l'égard des exportations (c.-à-d. le ratio entre les exportations et la production) et b) la part des importations dans les exportations canadiennes. Bien qu'il ne fasse aucun doute que la hausse rapide de la valeur du dollar ait nui aux résultats des exportations du Canada et à la rentabilité des entreprises, tous les exportateurs ne seront pas confrontés à des effets négatifs marqués.

La première variable à examiner est le niveau de dépendance à l'égard des exportations. Selon une analyse du Groupe financier de la Banque TD, cinq industries, qui pèsent pour deux tiers de la production manufacturière, dépendent des exportations pour au moins 50 p. 100 de leur production : matériel de transport, produits forestiers, matériel informatique et électronique, machines, et produits électriques et composantes.(6) Selon Don Drummond, les industries du secteur forestier sont extrêmement vulnérables aux fluctuations du taux de change étant donné qu'elles exportent la quasi-totalité de leur production.

Il ne faut pas seulement considérer le niveau de dépendance à l'égard des exportations toutefois. Il faut aussi tenir compte du ratio entre les intrants importés et la production. Par exemple, le Canada importe jusqu'à 86 p. 100 de ses machines et appareils, dont le coût décroissant aidera les entreprises hautement capitalistiques à faire face au choc de l'appréciation du dollar. Plus ce ratio est élevé, moins les entreprises seront touchées par l'appréciation du dollar.

La composante de produits importés varie selon l'industrie; celles à forte teneur en éléments étrangers sont celles qui souffrent le moins d'une appréciation du dollar. Or, il se trouve que l'industrie du matériel de transport, qui dépend tant des exportations, affiche aussi le ratio le plus élevé entre les importations et la production totale. Parmi les autres secteurs affichant une part élevée des importations s'inscrivent l'informatique et l'électronique, les textiles et les usines de textile, la confection et l'industrie du cuir.(7)

Par contraste, les industries à teneur relativement faible en éléments étrangers dans leurs exportations sont typiquement les plus touchées par une hausse de la valeur du dollar canadien du fait que la faible utilisation de pièces et de composantes importées ne permet pas aux entreprises de profiter de la valeur soudainement plus basse des importations. Comme exemples d'industries au bas de l'échelle de la teneur en éléments étrangers s'inscrivent l'industrie des pâtes et papiers, qui importent très peu; les industries des aliments, des boissons et des produits du tabac; et les industries des produits minéraux non métalliques.(8)

En soustrayant les ratios des importations des ratios des exportations pour obtenir des estimations de la dépendance sur les exportations nettes pour chaque industrie, on obtient une mesure réelle du risque que pose un changement dans le taux de change. Lorsque la teneur en éléments étrangers est incluse dans les premiers chiffres sur la dépendance à l'égard des exportations, il devient évident que les industries des papiers et du bois sont les plus vulnérables au risque d'un changement du taux de change. Ces industries, à part d'avoir été fortement grevées par des droits douaniers américains de 27 p. 100, exportent beaucoup et affichent une faible teneur en éléments étrangers.

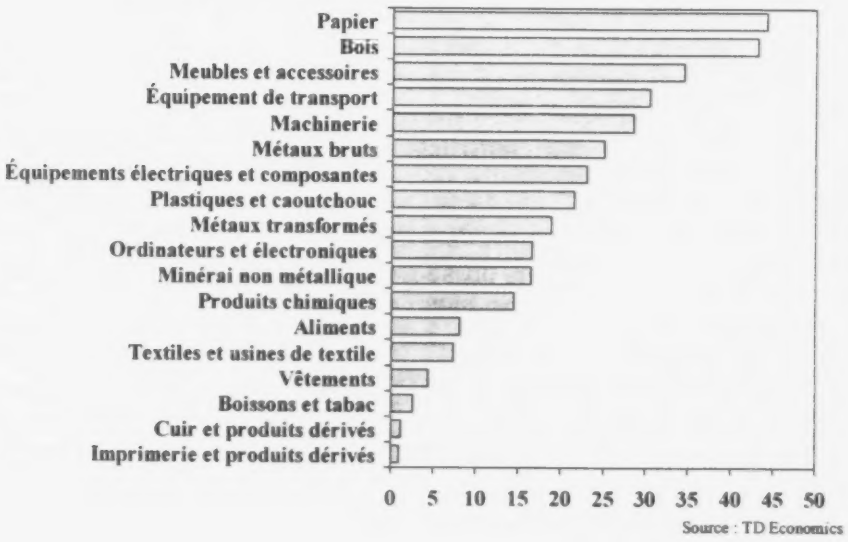
---

(6) « This Year's Canadian Dollar Rally Will Hit Exporters Hard », TD Economics Topic Paper, Groupe financier de la Banque TD, 24 juillet 2003, p. 2 (www.td.com/economics).

(7) *Ibid.*, p. 3.

(8) *Ibid.*, p. 3.

Graphique 7 – Dépendance sur les exportations nettes des entreprises manufacturières canadiennes



Source : TD Economics

Indépendamment du fait que l'industrie qui l'emploie connaît une forte teneur en éléments étrangers et devrait en partie bénéficier d'une appréciation du dollar canadien, Jim Stanford a signalé que le secteur des produits automobiles (véhicules assemblés et pièces) avait déjà été touché par une baisse de 50 p. 100 de l'excédent commercial net durant le premier semestre de 2003. Si le dollar restait à 75 cents ou plus, l'excédent serait totalement éliminé. Il a ajouté que, bien que les exportations de produits énergétiques et d'autres ressources, à part le bois d'oeuvre, étaient en plein essor, les exportations de produits à forte composante technologique ne se portaient pas aussi bien.

Comme Stephen Poloz et George Vasic l'ont rappelé au Comité, le commerce du Canada avec les États-Unis ne se compose pas seulement de marchandises, il comprend une forte proportion de services. Selon M. Poloz, le secteur des services représente environ 20 p. 100 du total des exportations canadiennes. Or, comme Don Drummond l'a signalé, le secteur des services cible le marché intérieur beaucoup plus que le secteur des biens. Par conséquent, un dollar plus fort a en général moins d'effet sur l'activité économique du secteur tertiaire.

Sur les entreprises canadiennes qui exportent des services, une montée du dollar a le même effet que sur celles qui exportent des biens. Mais, comme Stephen Poloz l'a déclaré, cet effet est plus marqué du fait que les industries du secteur tertiaire ont habituellement un contenu canadien plus élevé que celles qui produisent des biens. L'industrie canadienne qui se ressent le plus de l'appréciation du dollar est probablement celle du tourisme. Un dollar plus fort fait qu'il est moins coûteux pour les Canadiens de voyager à l'étranger et plus coûteux pour les étrangers de venir au Canada. Comme le tourisme canadien a essentiellement 100 p. 100 de contenu canadien, cette industrie ne profite pas du tout de la baisse des prix des importations.

Toutefois, comme John Anania l'a fait remarquer, l'appréciation du dollar canadien profitera à un certain nombre d'industries du secteur tertiaire qui n'exportent peut-être pas leur production. Les secteurs de l'éducation, des services financiers, des assurances et des services immobiliers ont tous un taux d'investissement et un capital-actions fort élevés. Comme les ordinateurs, les logiciels et les autres pièces de machinerie et d'équipement sont fabriqués à l'étranger, l'appréciation du dollar fait baisser leurs prix. Quant à elles, les industries qui dépendent des importations, comme les commerces de détail et de gros, bénéficieront beaucoup des biens moins coûteux provenant de l'étranger.

Enfin, on pourrait évaluer quelles provinces ont été les plus touchées par la hausse de la valeur de la devise. D'après un document présenté par Don Drummond, la réponse à cette question est fonction de l'intensité des exportations relatives et de la structure industrielle des provinces. Dans l'ensemble, le Québec et l'Ontario semblent avoir subi le plus d'effets négatifs. La Colombie-Britannique les suit de près, en raison de l'importance de ses industries forestières. Mais malgré cette analyse, M. Drummond a pressé les membres du Comité d'attacher plus d'importance aux effets sectoriels qu'aux effets régionaux dans leur étude de l'appréciation de la devise.

C. Conséquences pour la croissance économique

1. Compétitivité et emplois

Jim Stanford a attribué la plus grande partie de la croissance de l'emploi depuis le milieu des années 1990 (450 000 nouveaux emplois nets dans le secteur manufacturier), de la compétitivité accrue des sites d'investissement au Canada, du niveau de vie plus élevé et de la prospérité économique générale à la faible valeur du dollar canadien. « Depuis le milieu des années 1990, notre économie, suivant à peu près tous les indicateurs réels que vous puissiez imaginer, s'est amélioré à toute allure, et la faiblesse de notre devise a joué un rôle crucial ».

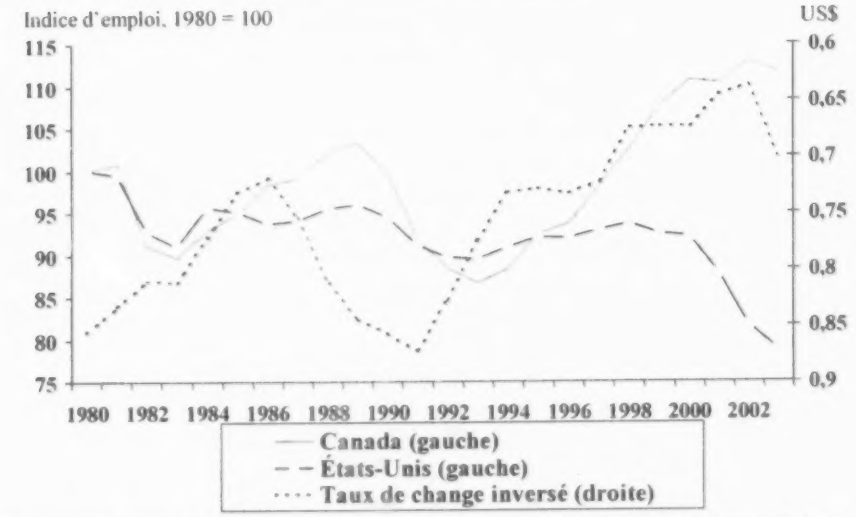
Compte tenu de la robustesse du dollar, la compétitivité a changé. Un indicateur que les économistes utilisent pour mesurer la compétitivité internationale est le coût unitaire de la main-d'œuvre, soit les coûts de la main-d'œuvre associés à la production d'une unité de produits manufacturés. Selon Jim Stanford, les coûts unitaires de la main-d'œuvre dans le secteur manufacturier dans les deux pays sont égaux lorsque le taux de change atteint environ 72 cents américains. Il a informé les membres du Comité que « il nous faut un taux de change de 72 cents US, ou moindre, pour maintenir de façon absolue le coût unitaire de main-d'œuvre au point où le secteur canadien de la fabrication demeure concurrentiel ». Si le dollar grimpe à plus de 72 cents, il sera plus dispendieux de produire au Canada qu'aux États-Unis et, selon M. Stanford, cela serait un incitatif pour ramener la production au sud de la frontière.

Maintenant que le dollar canadien se transige à plus de 76 cents américains, l'avantage du Canada en matière de coût de la main-d'œuvre par rapport aux États-Unis est éliminé. En outre, la productivité relative du Canada a chuté au cours du premier semestre de 2003, en même temps que la production nationale et la productivité se sont améliorées chez notre voisin du sud.

Ces nouveaux développements ont modifié en profondeur la position concurrentielle du Canada à court terme. La montée rapide du dollar a nuit à la marge de profit de toutes les industries exportatrices et cette baisse force les entreprises canadiennes à réduire leurs coûts et à accroître leur productivité afin de rétablir leur marge de profit.

Cette situation laisse entrevoir une stagnation ou un revirement des gains que le Canada a réalisés sur le marché des emplois en 2002. Non seulement les manufacturiers tentent de réduire leurs coûts en éliminant des emplois, mais encore l'augmentation du taux de change Canada-É.-U. rend l'embauche de personnel moins attrayante que les investissements en immobilisations (p. ex. machines et équipement), car l'appréciation de la devise a diminué le coût des importations de matériel. Le premier semestre a été témoin de l'élimination de 64 000 emplois manufacturiers nets au Canada.

Graphique 8 – Emplois manufacturiers au Canada et aux États-Unis, 1980-2003[1]



Nota : Données de janvier à septembre 2003

Sources : Statistique Canada, Bibliothèque du Parlement

Malgré tout, ces pertes d'emplois ne sont pas toutes attribuables à l'appréciation de la devise. La conjoncture économique difficile qui caractérisait le Canada au début de 2003 peut expliquer bon nombre de ces pertes. Il ne faut pas oublier, toutefois, que l'appréciation de notre devise pourrait être profitable aux Canadiens à l'avenir en stimulant la productivité, comme l'explique la prochaine section du présent rapport.

2. Des gains de productivité éventuels

Certains témoins ont déclaré au Comité que l'une des plus importantes répercussions d'une devise forte est son effet sur la productivité au Canada. La productivité est la clé d'une amélioration durable du niveau de vie. L'augmentation du nombre d'unités de produits manufacturés par unité de main-d'œuvre contribue à la compétitivité internationale, qui peut mener à son tour une augmentation de la production, des profits, des salaires et, à plus long terme, des emplois. La plupart des témoins sont d'avis qu'une appréciation du dollar canadien aura un effet positif sur la productivité – le « bon côté » d'un dollar fort, comme l'a dit George Vasic.

Andrew Sharpe a trouvé quatre façons dont les taux de change modifient la productivité. Dans deux cas, un taux de change élevé contribue à la productivité; dans les deux autres, il a l'effet contraire.

La première est l'hypothèse du taux de change refuge, aussi connue sous le nom d'« hypothèse du manufacturier paresseux ». Selon cette théorie, un taux de change bas accroît la compétitivité internationale relative des entreprises, les rendant plus rentables mais réduisant les raisons d'investir pour accroître la productivité. Un certain nombre de témoins ont rejeté cette théorie, la disant très peu plausible. Comme Jim Stanford l'a dit : « Le degré de concurrence entre les fabricants canadiens est d'une intensité incroyable — il n'y a pas de cercle de gentilshommes où les intéressés s'installent pour parler d'économie. Chacun essaie énergiquement de contrecarrer l'autre. Par ailleurs, n'importe qui peut venir au Canada et profiter des prix relativement faibles et d'un dollar faible, et encore employer une nouvelle technologie et avoir une nouvelle productivité en vue d'améliorer sa marge bénéficiaire ». Le Comité a aussi appris qu'un dollar faible accroît seulement la concurrence avec les fournisseurs étrangers. La concurrence à l'échelle nationale demeure inchangée.

La seconde façon est l'hypothèse des prix comme facteur. Comme on le laissait entendre plus haut, lorsque le taux de change s'apprécie, l'utilisation des immobilisations devrait être plus attrayante que le recours à la main-d'œuvre dans la production, car le taux de change modifie le coût de l'équipement et des logiciels importés plus que le coût de la main-d'œuvre. Après quelque temps, cela devrait mener à une augmentation de l'utilisation des immobilisations, à une baisse des activités ayant un fort coefficient de main-d'œuvre et à une amélioration de la productivité.

La troisième façon dont le taux de change peut modifier la productivité est la capacité des entreprises d'investir (l'effet investissement en productivité). Étant donné qu'un taux de change inférieur augmente la compétitivité et la rentabilité, il laisse aux entreprises plus d'argent à investir dans des mesures visant à améliorer la productivité.

Enfin, il y a l'effet sur les investissements étrangers. Un taux de change bas peut convaincre des entreprises étrangères d'investir au Canada à cause des coûts peu élevés de la main-d'œuvre. Les entreprises peuvent importer leurs machines, leur équipement et leurs innovations technologiques au Canada, ce qui peut se traduire par de forts gains de productivité. Toutefois, cet effet est limité dans la mesure où le Canada attire les investissements directs étrangers.

Andrew Sharpe estime que, dans la plupart des secteurs, un dollar fort accroîtrait la productivité et la compétitivité. La plupart des témoins sont d'accord avec lui, surtout à cause de l'hypothèse des prix comme facteur. Les entreprises canadiennes importent jusqu'à 82 p. 100 de leur matériel, de leur équipement et de leurs logiciels des États-Unis. Comme l'a dit John Anania, « nous avons constaté dans le passé que les entreprises canadiennes tendent à dépendre un peu plus de la main-d'œuvre que des immobilisations. Cette attitude à des répercussions clés sur la productivité de la main-d'œuvre. Plus vous avez de stock de capital, plus votre main-d'œuvre est productive ». Ainsi donc, le remplacement de la main-d'œuvre par les immobilisations augmente la productivité et peut annuler les pertes de compétitivité des exportations en raison du dollar plus fort.

La façon dont les diverses industries bénéficieront (du point de vue des investissements) de la hausse du dollar dépend de la quantité de machines, de matériel et de logiciel utilisés dans le processus de production par rapport à la valeur ajoutée par les industries en question. Dans le secteur manufacturier, ce sont les industries hautement capitalistiques, comme les industries de première transformation des métaux, le secteur des hydrocarbures, les industries chimiques et l'industrie papetière, qui viennent en tête de liste. À part les industries manufacturières, l'éducation et les services connexes, le camionnage, la radiotélévision, les télécommunications et l'agriculture se démarquent aussi.(9)

Tous les témoins n'étaient pas des disciples du scénario du « dollar fort-productivité forte ». Jim Stanford a soutenu que l'existence d'un dollar faible renforcerait la productivité et qu'un dollar fort ferait diminuer les marges bénéficiaires. Des profits moindres signifieraient qu'il y aurait moins d'argent à investir.

Ce point de vue était partagé par Michael McCracken, qui a souligné qu'une appréciation monétaire « réduirait » les bénéfices non répartis et les bénéfices des sociétés, ce qui réduirait le mouvement des investissements. Il a ajouté que, en dernière analyse, la réaction des industries aux importations de machines et de matériel moins chères dépendra des effets défavorables de l'appréciation monétaire sur l'industrie ou le secteur en question.

Dans le mémoire qu'il a présenté au Comité, Andrew Jackson a appuyé l'effet sur les investissements étrangers. Il a remarqué que la chute du dollar dans les années 1990 avait « aidé à compenser le dossier des investissements relativement médiocre des entreprises canadiennes, en particulier les investissements dans de nouvelles usines et dans la recherche et développement » en attirant de nouveaux investissements dans un certain nombre de secteurs économiques.

Un autre témoin, Someshwar Rao, a suggéré que l'accent mis sur le dollar et ses effets sur la productivité peut être mal placé. D'après lui, le problème semble être un problème futur. Si nous voulons améliorer nos résultats commerciaux, il est d'avis que ce n'est pas tant le dollar qui devrait nous préoccuper – car nous ne pouvons pas le contrôler – mais plutôt la productivité, car elle mènera à une augmentation des salaires réels et, dans la même foulée, améliorera notre structure de coûts et nos résultats commerciaux.

Dans sa présentation au Comité, M. Rao a observé que l'amélioration de la compétitivité du Canada sur le plan des coûts par rapport aux États-Unis peut être entièrement attribuée à la dépréciation monétaire. Toutefois, une compétitivité accrue sur le plan des coûts ne se traduit pas automatiquement par une hausse du niveau de vie d'un pays à moins que cela se fasse par le biais d'un accroissement de la productivité. À ce niveau, le carnet du Canada n'est pas très bon, la hausse de la productivité du travail dans le secteur manufacturier ne s'étant chiffrée qu'à 50 p. 100 du taux américain pendant la période 1990-2002. En 2002, l'écart de productivité du travail à l'échelle de l'économie entre les deux pays se situait à 16 p. 100 et dans le secteur manufacturier, à 35 p. 100.

(9) « Les avantages cachés de la hausse du dollar canadien », *Conjectures*, RBC Groupe Financier, mai 2003, p. 3.

Don Drummond a reconnu qu'il faut absolument améliorer la productivité pour assurer le succès à long terme de l'économie canadienne, faisant valoir la remontée de la devise canadienne. Il a affirmer ne pas croire que les fluctuations ou l'appréciation du dollar soient des enjeux centraux. Selon lui, le principal problème de l'économie canadienne est sa productivité inférieure à celle des États-Unis. Si une solution à ce problème était trouvée, la valeur du dollar continuerait probablement de s'accroître, mais les Canadiens s'en inquiéterait moins, car le Canada serait en mesure de concurrencer et le niveau de vie augmenterait.

3. Impact sur l'inflation et la politique monétaire

L'appréciation du dollar canadien entraînera-t-elle une baisse de l'inflation et, par ricochet, une baisse des taux d'intérêt par la Banque du Canada? Il ne fait aucun doute que les fluctuations du taux de change peuvent avoir un effet direct sur les prix des biens et services et donc sur l'inflation. La récente appréciation du dollar canadien devrait entraîner une modération de l'augmentation de l'Indice des prix à la consommation (IPC), un outil souvent utilisé pour mesurer l'inflation. Un dollar plus fort réduit en effet le coût des importations tout en laissant inchangé le coût des biens produits ici au pays. Toutefois, des recherches menées par la Banque du Canada révèlent que dans des pays comme le Canada, l'impact des fluctuations de la devise sur les prix à la consommation en période de faible inflation (comme celle que nous connaissons actuellement) a été beaucoup plus limité que celui observé en période de forte inflation.

À l'heure actuelle, les fluctuations de la valeur du dollar ne jouent toutefois pas un rôle important dans l'établissement de la politique monétaire canadienne : la Banque du Canada se préoccupe avant tout de tenir l'inflation à l'œil. Lorsqu'une fluctuation importante se produit, la Banque tente de déterminer si cette variation a été causée par des facteurs fondamentaux ou par une perte de confiance. Dans le premier cas, elle refuse habituellement de prendre des mesures en raison simplement du taux de change. Par exemple, elle a décidé à la mi-octobre de ne pas relever ses taux d'intérêt, convaincue que d'autres développements économiques positifs (comme la force de l'économie américaine, la fermeté de la demande américaine pour les exportations canadiennes et la reprise économique mondiale mise en lumière par le redressement du cours des produits de base) compensaient l'effet du taux de change.

Le Comité a entendu des avis partagés pour ce qui est de savoir si la Banque du Canada devrait tenir compte davantage des fluctuations du taux de change Canada-É.-U. lorsqu'elle applique sa politique monétaire. Selon Stephen Poloz, l'objectif suprême de la Banque de tenir le taux d'inflation stable et faible est une bonne politique monétaire. À son avis, lorsqu'on réussira à stabiliser le taux d'inflation, l'économie parviendra à une situation s'apparentant au plein emploi. Andrew Sharpe et John Anania ont également exprimé leur satisfaction face à la politique actuelle de la Banque.

Cependant, ce ne sont pas tous les témoins qui partageaient cet avis. D'autres ont dit au Comité que la Banque du Canada devrait élargir sa perspective afin de tempérer l'impact des fluctuations de la devise. Par exemple, Mike McCracken a dit que la Banque du Canada devrait se préoccuper d'autres facteurs que le seul IPC et que le gouvernement fédéral devrait réagir au taux de change actuel en réduisant les taux d'intérêt. Cette dernière suggestion a également été avancée par Andrew Jackson dans son mémoire au Comité.

Jim Stanford a aussi soutenu que la Banque du Canada devrait se préoccuper davantage du taux de change lors de l'établissement de la politique monétaire. Selon lui, la Banque devrait adopter une perspective plus large et plus souple pour l'établissement de la politique monétaire plutôt que de simplement cibler l'inflation.

D. Conséquences générales sur la croissance : les prévisions ne sont pas aussi sombres qu'on pourrait le croire

La théorie économique veut que l'appréciation du dollar mène à des coûts de transition pour l'économie canadienne, à une baisse des exportations canadiennes, de notre balance commerciale et de notre taux de croissance du PIB, mais à une hausse de nos importations. En général, les spécialistes prédisent qu'un dollar canadien fort restreindra la croissance économique cette année ainsi que l'année prochaine.

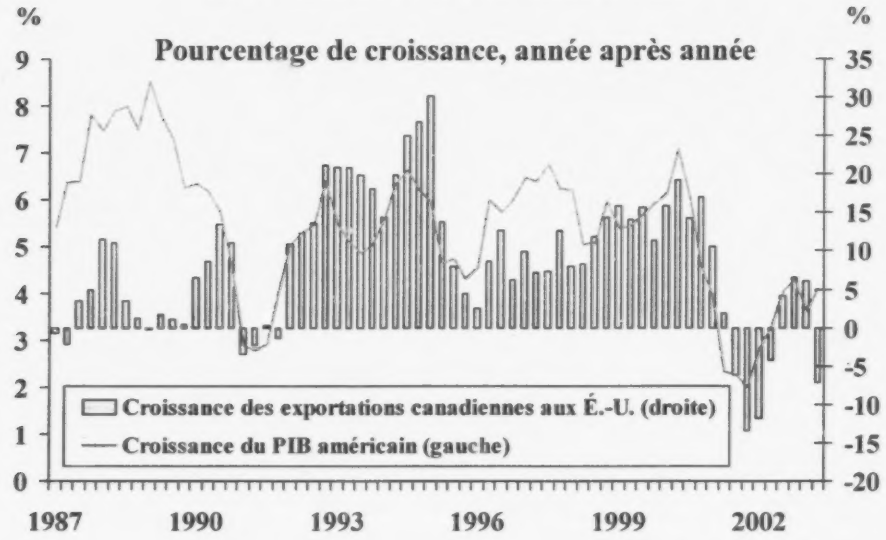
Toutefois, les prévisions de la conséquence d'une appréciation monétaire peuvent varier. Comme l'a remarqué Don Drummond dans sa présentation, un modèle de la Banque du Canada indique que la hausse combinée de 12 p. 100 du dollar canadien pendant le premier semestre de 2003 mènerait à une réduction de 1,8 p. 100 du taux réel de croissance de l'économie au cours des 12 prochains mois. Pour sa part, le ministère des Finances demande une réduction du taux de croissance du PIB d'un peu plus de 1 p. 100 en 2003 et 2004.

Lorsqu'il a témoigné devant le Comité, Stephen Poloz a exprimé d'autres réserves sur les mérites de la prévision des effets d'un changement du taux de change sur la croissance. Il a suggéré que la recette empirique typique pour une économie ouverte comme le Canada est qu'une appréciation de 1 p. 100 donne lieu à une baisse de 0,3 p. 100 de notre PIB au cours des 12 mois suivants. Il a toutefois soutenu qu'il est virtuellement impossible de déterminer les effets d'une fluctuation du taux de change sur l'économie canadienne. Selon cet argument, l'effet d'une fluctuation monétaire dépend de la cause de la fluctuation du taux de change, de sorte que la simple analyse théorique ci-dessus ne fonctionne pas toujours. Qui plus est, l'économie canadienne évolue constamment, de sorte que tout effet devient de plus en plus incertain au fil du temps. Autrement dit, la relation observée entre le dollar et l'économie est fondamentalement ambiguë.

Peu importe qu'il soit possible ou non de prédire avec précision l'impact de l'appréciation de la devise sur l'économie canadienne, M. Drummond prévient aussi que l'effet pourrait ne pas être aussi spectaculaire cette fois-ci parce que : a) de nombreuses entreprises canadiennes ont couvert leur position en monnaie étrangère afin de se protéger des fluctuations des taux de change; b) la teneur en éléments étrangers de nos exportations a augmenté et la baisse du dollar, ajoutée à la baisse connexe du prix de ces importations, servent à contrebalancer la situation des profits des entreprises; c) de plus en plus d'entreprises canadiennes empruntent des fonds en dollars américains, ce qui permet de contrebalancer la hausse du dollar parce que le coût de leurs prêts est ainsi réduit; et d) un nombre croissant d'entreprises canadiennes génèrent des recettes en dollars américains dans leurs opérations américaines.

Quatre autres arguments sont très importants pour calmer les inquiétudes quant aux effets néfastes que l'appréciation du dollar peut avoir sur l'économie canadienne. Tout d'abord, il y a les gains de productivité éventuels, dont il a été question plus haut. Des coûts réduits et une productivité accrue sont essentiels à la compétitivité future et à la croissance économique à long terme. Deuxièmement, un dollar canadien fort consolide le pouvoir d'achat et la valeur nette des consommateurs et des investisseurs canadiens. On peut l'expliquer comme une augmentation salariale nationale pour beaucoup de membres de la société. Troisièmement, la reprise économique américaine des derniers mois a été très robuste et l'on prévoit généralement qu'elle se poursuivra en 2004. Une croissance dynamique de l'économie américaine devrait se traduire par une demande accrue des exportations canadiennes et, par conséquent, une croissance économique positive. Certains experts suggèrent même qu'un tel rebondissement pourrait contrebalancer les effets de l'appréciation de notre devise sur nos échanges commerciaux. Selon Stephen Poloz, « l'économie canadienne connaîtra une solide performance l'an prochain et sera témoin d'une intensification des échanges internationaux, malgré une augmentation du dollar canadien et grâce à celle-ci ».

Graphique 9 – Lien entre les exportations canadiennes et la croissance du PIB américain



Sources : Statistique Canada, Bibliothèque du Parlement

Quatrièmement, la reprise économique mondiale en cours provoque une augmentation du prix des produits de base, une situation profitable au Canada. Par exemple, comme M. Poloz l'a dit au Comité, le prix du nickel sur les marchés mondiaux a fait un bond de 70 p. 100 au cours de l'année écoulée, une augmentation qui annule les effets du redressement de la devise canadienne.

Bref, la remontée du dollar est sans précédent en termes de rapidité et il y aura sans aucun doute des coûts à encaisser pendant la transition vers une évaluation plus juste de notre devise, mais le Comité a appris que bon nombre des effets des fluctuations du taux de change seront contrebalancés par d'autres rebondissements des économies nord-américaines (p. ex. une croissance économique soutenue aux États-Unis) et mondiale (p. ex. le prix plus élevé des produits de base). Malgré tout, plusieurs témoins ont déclaré qu'un dollar canadien fort est l'occasion de réaliser des gains de productivité, d'améliorer notre pouvoir d'achat sur la scène internationale et de rehausser notre niveau de vie.

MOT DE LA FIN

Finalement, le Comité a aussi entendu des témoignages quant à la forme de taux de change qui serait la meilleure pour le Canada. Mis à part la période de 1962 à 1970 pendant laquelle le taux de change du dollar canadien était fixé à celui des États-Unis, les forces du marché ont déterminé la valeur de la devise canadienne de la Deuxième Guerre mondiale à aujourd'hui. Depuis 1971, lorsque les États-Unis ont abandonné l'or comme point de repère de leur devise, le système monétaire canadien a été caractérisé par des taux de change fluctuants. Aucun autre pays développé ne peut se targuer d'avoir un dossier pratiquement sans tache avec des taux fluctuants.

Dans son rapport de juin 2003, le Comité s'inquiétait déjà que les coûts liés à l'abandon de la devise canadienne (p. ex. perte du dollar comme « pare-choc », élimination de la souveraineté en matière de politique monétaire) excéderaient de loin toute réduction des coûts de transaction que pourrait apporter une union monétaire avec les États-Unis.

Presque tous les témoins ont convenu que la flexibilité qu'offre actuellement le taux de change demeure la meilleure solution pour le Canada et qu'il n'est pas nécessaire d'envisager une autre forme de taux de change. John Murray a déclaré au Comité que la volatilité du taux de change à court terme impose non seulement des coûts limités, mais la flexibilité de la devise offre d'autres avantages importants comme l'indépendance en matière de politiques et la possibilité d'utiliser la devise pour protéger en partie l'économie canadienne des remous économiques étrangers. Andrew Sharpe a aussi reconnu l'importance d'avoir un mécanisme d'adaptation afin de protéger notre économie de ces turbulences.

Selon Jim Stanford, « le degré d'indépendance que le taux de change permet aux décideurs aussi bien que sa capacité d'absorber les chocs sont importants, particulièrement s'il faut envisager une union monétaire ou une monnaie commune, car nous perdrions alors la possibilité de fixer nous-mêmes les taux d'intérêt canadiens. Ce serait une grave erreur ». À son avis, l'adoption d'une devise commune mènerait à la dollarisation et, en retour, le Canada ne pourrait s'attendre à guère mieux qu'un siège au conseil d'administration de la Réserve fédérale.

Don Drummond était aussi d'avis qu'une union monétaire avec une nouvelle devise nord-américaine n'est pas une option. D'après lui, une devise commune entre le Canada et les États-Unis ne saurait être envisagée que si les deux pays avaient une structure économique similaire. Pour le moment, a-t-il dit, l'économie canadienne est beaucoup plus dépendante du prix des produits de base que celle de notre voisin du sud et cette situation ne devrait pas changer dans un avenir prévisible.

De son côté, Ted Carmichael s'est demandé si les fluctuations de la devise étaient, à long terme, « favorables à l'accroissement du commerce entre le Canada et les États-Unis, font en sorte que ce commerce est plus stable avec le temps et ajoute à la capacité de l'économie canadienne de créer de la richesse et des emplois, d'accroître la productivité ». Il a admis qu'un taux de change flexible est utile pour absorber les chocs externes, mais il estime que les fluctuations du dollar ont en fait « déstabilisé l'économie canadienne » et qu'il est malsain de laisser les mouvements du dollar malmener autant la compétitivité de l'industrie canadienne. Il a plaidé en faveur de l'adoption d'une devise nord-américaine (Mexique, États-Unis et Canada) et pensait que cet enjeu à plus long terme devrait être débattu au même titre que l'appréciation de la devise à court terme l'est aujourd'hui.

Un point qui a suscité un consensus est le fait qu'il est inutile de fixer le taux de change du dollar canadien en fonction du dollar américain. On a appris qu'il est très difficile d'établir avec précision le taux et que cette décision pourrait entraîner certaines conséquences imprévues. Aux dires de M. Carmichael, les taux de change fixes « finissent par crouler sous la pression. Ils mènent parfois à des crises de change qui mènent à une grande déstabilisation des économies concernées ». John Murray a cité l'exemple de la crise financière asiatique de 1997-1998 pour illustrer les répercussions indésirables des taux de change fixes, impossibles à maintenir selon lui.

Enfin, un autre problème des taux de change fixes est le fardeau qu'ils imposent à la politique monétaire du pays visé. Comme l'a dit Don Drummond, dans les pays qui fixent leur devise, « il faut utiliser les taux d'intérêt uniquement pour corriger le taux de change. C'est la pire situation que l'on peut vivre. Les taux d'intérêt peuvent ruiner l'économie nationale encore plus facilement que les taux de change. Ainsi donc, en tentant de redresser une situation que certains jugent indésirable, on risque de se retrouver encore plus dans le pétrin ».

Organisations

Banque du Canada

- M. John Murray, chef, département des relations internationales

le 7 octobre 2003

Centre d'étude des niveaux de vie

- M. Andrew Sharpe, directeur exécutif

le 21 octobre 2003

Direction de l'Économie TD

- M. Don Drummond, premier vice-président et économiste en chef

le 22 octobre 2003

Exportation et développement Canada

- M. Stephen Poloz, économiste en chef

le 21 octobre 2003

Industrie Canada

- M. Someshwar Rao, directeur, analyse des investissements

le 7 octobre 2003

Informetrica Limitée

- M. Michael McCracken, président

le 8 octobre 2003

J.P. Morgan Securities Canada

- M. Ted Carmichael, économiste

le 8 octobre 2003

Ministère des Finances Canada

- M. Steven James, directeur, division de l'analyse et des prévisions économiques

le 7 octobre 2003

RBC Groupe financier

- M. John Anania, économiste principal adjoint

le 21 octobre 2003

Syndicat national de l'automobile (TCA)

- M. Jim Stanford, économiste

le 8 octobre 2003

UBS Securities Canada Incorporated

- M. George Vasic, économiste en chef canadien

le 22 octobre 2003

Mémoire

Congrès du travail du Canada

- M. Andrew Jackson, économiste

le 8 octobre 2003

Organisations

Agence canadienne d'inspection des aliments

- M. Paul Haddow, directeur exécutif, affaires internationales

le 5 février 2003

Agricultural Producers Association of Saskatchewan

- M. Dave Brown, vice-président

le 21 février 2003

Agriculture et Agroalimentaire Canada

- M. Rory McAlpine, directeur général intérimaire, Direction des politiques de commerce international
- M. Ian Thomson, directeur intérimaire, Division de la gestion commerciale de l'hémisphère occidental

le 5 février 2003

Alberta Canola Producers Commission

- M. Kenton Ziegler, président
- M. Ward W. Toma, directeur général

le 19 février 2003

Alliance canadienne du camionnage

- M. David H. Bradley, président-directeur général
- Mme Elly Meister, vice-présidente, affaires publiques

le 9 avril 2003

Alliance canadienne du commerce agroalimentaire

- M. Ted Menzies, président
- Mme Patty Townsend, directrice exécutive

le 5 février 2003

Ambassade du Mexique à Ottawa

- S.E. Maria Teresa Garcia S. de Madero, Ambassadrice du Mexique au Canada

le 8 avril 2003
le 5 mai 2003

- Mme Cecilia Jaber, chef de mission adjoint

le 5 mai 2003

- M. Carlos Pinera, représentant du Secrétariat mexicain de l'économie au Canada

le 8 avril 2003

- M. Fernando Espinosa, attaché économique

le 8 avril 2003

Asia-Pacific Foundation of Canada

- M. John Wiebe, président-directeur général

le 26 mars 2003

ANNEXE III :
TÉMOINS AYANT CONTRIBUÉ AU VOLUME PREMIER DE L'ÉTUDE

Association canadienne des constructeurs de véhicules

- M. David C. Adams, vice-président, politiques

le 1er avril 2003

Association canadienne des fabricants de produits chimiques

- M. Richard Paton, président
- M. David W. Goffin, secrétaire-trésorier et vice-président des Affaires économiques et commerciales

le 1er avril 2003

Association des produits forestiers du Canada

- M. Avrim Lazar, président

le 11 février 2003

British Columbia Lumber Trade Council

- M. John Allan, président

le 17 février 2003

Bureau du bois de sciage des Maritimes

- Mme Diana Blenkhorn, présidente-directrice générale

le 11 février 2003

Canadian / American Border Trade Alliance

- M. Jim Phillips, président et chef de la direction

le 18 mars 2003

Canadian Association of Petroleum Producers

- M. Pierre Alvarez, président

le 19 février 2003

Canadian Cattlemen's Association

- M. Dennis Laycraft, premier vice-président

le 19 février 2003

Canadian Energy Research Institute

- M. J. Philip Prince, président
- M. Peter L. Miles, vice-président, recherche

le 19 février 2003

Canfor Corporation

- M. Kenneth O. Higginbotham, vice-président, Foresterie et environnement

le 18 février 2003

Centre canadien de politiques alternatives

- M. Bruce Campbell, directeur exécutif

le 26 mars 2003

Centre de droit et de politique commerciale

- M. William A. Dymond, directeur exécutif

le 3 février 2003

Chambre du commerce du Canada

- M. Bob Keyes, vice-président, international
- M. Alexander Lofthouse, analyste de politique

le 12 février 2003

Commission canadienne du blé

- L'honorable Ralph Goodale, c.p., député, ministre des Travaux publics et des Services gouvernementaux et ministre responsable de la Commission canadienne du blé

le 14 mai 2003

- M. Ian McCreary, directeur
- M. Victor Jarjour, vice-président
- Mme Alexandra Lamont, conseillère politique

le 21 février 2003

Conseil canadien des chefs d'entreprise

- M. Thomas d'Aquino, président-directeur général
- M. George Haynal, premier vice-président
- M. Sam T. Boutziouvis, vice-président et conseiller principal de l'économie

le 12 février 2003

Conseil canadien des Pêches

- M. Ronald W. Bulmer, président

le 18 mars 2003

Conseil du libre-échange pour le bois d'œuvre

- M. Frank Dottori, co-président
- M. Carl Grenier, vice-président principal

le 11 février 2003

Doman Industries Limited

- M. Bob Flitton, directeur, Biens immobiliers et relations gouvernementales

le 17 février 2003

ANNEXE III :
TÉMOINS AYANT CONTRIBUÉ AU VOLUME PREMIER DE L'ÉTUDE

Fédération canadienne de l'agriculture

- M. Robert Friesen, président
- M. Marvin Shauf, 2e vice-président
- Mme Jennifer Higginson, analyste de politiques

le 5 février 2003

Fraser Institute

- M. Fred McMahon, directeur, Centre for Globalization Studies

le 18 février 2003

Gouvernement du Mexique

- L'honorable Luis Ernesto Derbez Bautista, Secrétaire aux Affaires étrangères
- M. Geronimo Gutiérrez, sous-secrétaire aux Affaires étrangères

le 5 mai 2003

Independent Lumber Remanufacturers' Association

- M. Russ Cameron, président

le 18 février 2003

Industrial, Wood & Allied Workers of Canada

- M. Kim Pollock, directeur, politique publique et environnement

le 17 février 2003

Manufacturiers et exportateurs du Canada

- L'honorable Perrin Beatty, président-directeur général

le 1er avril 2003

Ministère de la Citoyenneté et de l'Immigration

- M. Daniel Jean, sous-ministre adjoint intérimaire, Développement des politiques et des programmes

le 9 avril 2003

Ministère des Affaires étrangères et du Commerce international

- L'honorable Pierre Pettigrew, c.p., député et ministre du Commerce international

  le 3 février 2003

- M. Marc Lortie, sous-ministre adjoint (Amériques)

  le 8 avril 2003

- M. Doug Waddell, sous-ministre adjoint, Politique commerciale, économique et environnementale

  le 19 mars 2003

- M. Carlos Rojas-Arbulú, délégué commercial, direction du Mexique

  le 8 avril 2003

- M. Claude Carrière, directeur général, politique commerciale

  le 3 février 2003
  le 25 mars 2003

- Mme Elaine Feldman, directrice générale, Direction générale des contrôles à l'exportation et à l'importation

  le 19 mars 2003

Ministère des Affaires étrangères et du Commerce international

(suite)

- Mme Suzanne Vinet, directrice générale, Politique commerciale II, Services, Investissement et propriété intellectuelle

  le 25 mars 2003

- M. Bruce Levy, Directeur, Relations transfrontalières avec les États-Unis

  le 3 février 2003

- M. Claudio Vallé, directeur, Direction des règlements et des obstacles techniques

  le 8 avril 2003

- M. Graeme C. Clark, directeur intérimaire direction du Mexique

  le 8 avril 2003

- M. Matthew Kronby, Avocat, Directeur adjoint, Droit commercial

  le 25 mars 2003

Nova Scotia Fish Packers

- M. Denny Morrow, directeur exécutif

  le 18 mars 2003

Syndicat canadien des communications, de l'énergie et du papier

- M. Fred Wilson, représentant national

  le 11 février 2003

ANNEXE III :
TÉMOINS AYANT CONTRIBUÉ AU VOLUME PREMIER DE L'ÉTUDE

Syndicat des Métallos

- M. Dennis Deveau, agent de liaison gouvernementale, division de la législature

le 1er avril 2003

Syndicat national des cultivateurs

- M. Darrin Qualman, directeur exécutif

le 21 février 2003

Western Barley Growers Association

- M. Douglas McBain, président

le 19 février 2003

Weyerhaeuser

- M. David A. Larsen, vice-président, affaires publiques et gouvernementales

le 17 février 2003

Wild Rose Agricultural Producers

- M. Brent McBean, directeur

le 19 février 2003

Particuliers

Professeur Don Barry

Relations internationales
Université de Calgary

le 20 février 2003

M. Anthony Campbell

Consultant

le 18 mars 2003

M. Peter Clark

Partenaire
Grey, Clark, Shih & Associates, Ltd.

le 3 février 2003

Professeur Theodore Cohn

Département des sciences politiques
Université Simon Fraser

le 18 février 2003

Professeur Gilbert Gagné

Département des études politiques
Université Bishop

le 3 février 2003

M^e Billy Garton

Partenaire
Bull, Housser & Tupper

le 17 février 2003

M^e Charles Gastle

Partenaire, Shibley Righton

le 11 février 2003

Professeur Richard Harris

Département des sciences économiques
Université Simon Fraser

le 17 février 2003

Professeur John Helliwell

Département des sciences économiques
Université de la Colombie Britannique

le 18 février 2003

M^e Lawrence L. Herman

Avocat-conseil associé
Cassels, Brock & Blackwell LLP

le 4 février 2003

M^e Jon Johnson

Partenaire
Goodmans LLP

le 4 février 2003

Professeure Laura Macdonald

Professeure associée et directrice du Centre for North American Politics and Society
Université Carleton

le 8 avril 2003

ANNEXE III :
TÉMOINS AYANT CONTRIBUÉ AU VOLUME PREMIER DE L'ÉTUDE

L'honorable Roy MacLaren

Ancien ministre du Commerce international

le 4 février 2003

Professeur George MacLean

Études politiques
Université du Manitoba

le 21 février 2003

Mme Kathleen Macmillan

Présidente
International Trade Policy Consultants

le 3 février 2003

Professeur Donald McRae

Droit des affaires et droit commercial
Université d'Ottawa

le 3 février 2003

Professeur Armand de Mestral

Faculté de droit
Université McGill

le 26 février 2003

Professeur Rolf Mirus

Directeur, Centre for Economic Research,
School of Business
Université de l'Alberta

le 20 février 2003

M. Tim O'Neill

Vice-président exécutif et économiste en chef

Groupe financier BMO

le 26 mars 2003

Professeur Richard Ouellet

Faculté de droit
Université Laval

le 26 février 2003

M. Les Reed

Consultant en politiques forestières

le 17 février 2003

M^e^ Steven Shrybman

Avocat
Sack Goldblatt Mitchell

le 26 février 2003

M. David Usherwood

le 19 février 2003

Mission d'information : Washington, D.C., 28 avril au 1er mai 2003

Ambassade des États-Unis à Ottawa

- Son Excellence Paul Cellucci, ambassadeur des États-Unis au Canada
- M. Michael Gallagher, Ministre-conseiller, Affaires économiques

Ottawa, le 28 avril 2003

Ambassade du Canada aux États-Unis

- M. Michael F. Kergin, ambassadeur du Canada aux États-Unis
- M. Bertin Côté, ministre (Affaires économiques) et chef de mission adjoint
- M. Peter Boehm, ministre (Affaires politiques)
- M William R. Crosbie, Ministre-conseiller (Politique économique et commerciale)
- M. Ariel N. Delouya, Ministre-conseiller (Affaires juridiques et du Congrès)
- M. Terry R. Colli, directeur, Affaires publiques
- M. Alan H. Minz, conseiller (Politique commerciale)
- M. Christopher A. Shapardanov, (Affaires politiques)
- M^{me} Birgit Matthiesen, Division de la politique économique et commerciale

les 29-30 avril 2003

le 1er mai 2003

ANNEXE III :
TÉMOINS AYANT CONTRIBUÉ AU VOLUME PREMIER DE L'ÉTUDE

Ambassade du Canada aux États-Unis

(suite)

- M^me^ Catherine Vézina, Affaires multilatérales

les 29-30 avril 2003

le 1er mai 2003

American Consumers for Affordable Homes

- M^me^ Susan E. Petrunias
- M. Bruce H. Hahn, président, American Homeowners Foundation
- M. Kent Knutson, vice-président, Relations avec les gouvernements, Home Depot
- M. Jonathan Gold, vice-président, Politique commerciale internationale, International Mass Retail Association
- M. Michael S. Carliner, vice-président consultatif, Économie, National Association of Home Builders
- M. Jason M. Lynn, directeur législatif, National Association of Home Builders

le 1er mai 2003

American Consumers for Affordable Homes

(suite)

- M. Michael Strauss, directeur, Communications législatives, National Association of Home Builders
- M^me^ Pamela J. Slater, représentante législative, Consumers for World Trade
- M. Donald Ferguson, Geduldig and Ferguson
- M. Gary Horlick, Wilmer, Cutler and Pickering

le 1er mai 2003

American Enterprise Institute for Public Policy Research

- M. John C. Fortier, Ph.D., attaché de recherche

le 29 avril 2003

Americans for Better Borders Coalition

- M^me^ Theresa Cardinal Brown, coprésidente de la coalition
- M. John Murphy, vice-président, U.S. Chamber of Commerce

le 30 avril 2003

Bureau du représentant américain au Commerce

- M. John M. Melle, adjoint au représentant américain du Commerce en Amérique du Nord
- M^me^ Sharon Bomer Lauritsen, adjointe au représentant américain du Commerce (Affaires agricoles)
- M^me^ E. Sage Chandler, directrice, Affaires canadiennes

le 29 avril 2003

Chambre des représentants des États-Unis

- M. Amo Houghton (R- Corning), membre du Congrès
- M. Bob Van Wicklin, directeur législatif auprès d'Amo Houghton, membre du Congrès

le 29 avril 2003

Comité du Sénat chargé des affaires gouvernementales

- M^me^ Susan M. Collins (R-ME), sénatrice, présidente
- M. Rob Owen, conseiller de la sénatrice Susan M. Collins
- M^me^ Jane Alonso, adjointe législative de la sénatrice Susan M. Collins

le 30 avril 2003

Département du commerce des États-Unis

- M. William Henry Lash III, Secrétaire adjoint au commerce, Conformité et accès au marché
- M. Andrew I. Rudman, directeur intérimaire, Bureau de l'ALENA et Affaires interaméricaines
- M^me^ Geri C. Word, chef de l'équipe chargée de la conformité
- M. Carlos Busquets, chargé du dossier du Canada
- M. Pierce Scranton, adjoint spécial

le 1^er^ mai 2003

ANNEXE III :
TÉMOINS AYANT CONTRIBUÉ AU VOLUME PREMIER DE L'ÉTUDE

Mission permanente du Canada auprès de l'Organisation des États américains

- M^me^ Gwyneth Kutz, conseillère et représentante suppléante du Canada auprès de l'Organisation des États américains

le 1^er^ mai 2003

Murphy Frazer & Selfridge

- M. Paul Frazer

le 29 avril 2003

Northern Border Caucus

- M. Earl Pomeroy (D-ND), membre du Congrès, coprésident
- M. Michael Morrow, premier adjoint administratif, sous-comité du commerce, Ways and Means Committee
- M^me^ Juliet A. Bender, fellow de LEGIS, sous-comité du commerce, Ways and Means Committee
- M. Jasper MacSlarrow, premier adjoint législatif de Rick Larsen, membre du Congrès
- M. Beau Schuyler, premier adjoint législatif de John Turner, membre du Congrès
- M. Darin T. Beffa, adjoint législatif de George R. Nethercutt fils, membre du Congrès
- M^me^ Lori Mrowka, adjointe législative de Bart Stupak, membre du Congrès
- M^me^ Andrea Salinas, adjointe législative de Fortney H. (Pete) Stark, membre du Congrès

le 1^er^ mai 2003

Service de recherche du Congrès

- M. Ian F. Ferguson, analyste, Commerce et finances internationales

le 29 avril 2003

ANNEXE III :
TÉMOINS AYANT CONTRIBUÉ AU VOLUME PREMIER DE L'ÉTUDE

Sous-comité du commerce international du Sénat

- M. Craig Thomas (R-WY), sénateur, président

- M. Bryn N. Stewart, conseiller général du sénateur Craig Thomas

le 29 avril 2003

University of Maryland

- M. Peter Morici, professeur de commerce international à la Robert H. Smith School of Business

le 29 avril 2003